

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LE PROBLÈME
DE LA
DÉVALUATION DU FRANC

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(Sciences Politiques et Economiques)

Présentée et soutenue le Samedi 5 Décembre 1925, à 4 heures

PAR

ARMAND DEBATISSE

Président : M. Germain MARTIN, Professeur.

Suffragants { M. AFTALION, Professeur.
M. LESCURE, Professeur.

MARCEL GIARD

LIBRAIRE-ÉDITEUR

16, RUE SOUFFLOT ET 12, RUE TOULLIER
PARIS (5^e)

—
1925

LE PROBLÈME
DE LA DÉVALUATION DU FRANC



Digitized by the Internet Archive
in 2026

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

LE PROBLÈME

DE LA

DÉVALUATION DU FRANC

THÈSE POUR LE DOCTORAT

(Sciences Politiques et Economiques)

Présentée et soutenue le Samedi 5 Décembre 1925, à 4 heures

PAR

ARMAND DEBATISSE

Président : M. Germain MARTIN, Professeur.

Suffragants { M. AFTALION, Professeur.
M. LESCURE, Professeur.

MARCEL GIARD

LIBRAIRE-ÉDITEUR

16, RUE SOUFFLOT ET 12, RUE TOULLIER

PARIS (5^e)

1925

*La Faculté n'entend donner ni approbation,
ni improbation aux opinions émises dans les thèses ;
ces opinions doivent être considérées comme
propres à leurs auteurs.*



« Quelque innombrables que soient les fléaux qui
« d'ordinaire amènent la décadence des royaumes,
« des principautés et des républiques, les quatre sui-
« vants sont à mon sens les plus redoutables : la dis-
« corde, la mortalité, la stérilité de la terre et la dété-
« rioration de la monnaie.

« Pour les trois premiers, l'évidence fait que per-
« sonne n'en ignore, mais pour le quatrième qui con-
« cerne la monnaie, excepté quelques hommes d'un
« grand sens, peu de gens s'en occupent; pourquoi ?
« Parce que ce n'est pas d'un seul coup mais petit à
« petit, par une action en quelque sorte latente, qu'il
« ruine l'Etat. »

(Traité de la Monnaie, de Nicolas COPERNIC).

INTRODUCTION

Lorsqu'un pays est soumis au régime du papier monnaie inconvertible, trois voies s'ouvrent à lui pour revenir à une situation monétaire normale.

1° La Banqueroute Monétaire qui est l'aboutissement fatal des émissions illimitées de papier-monnaie. La valeur de l'unité monétaire tombant à zéro, les anciens billets sont abandonnés et remplacés par une monnaie saine.

Nous avons dans notre histoire un exemple célèbre de banqueroute monétaire. Ce fut celle qui se termina sous le Directoire par la démonétisation des assignats et des mandats territoriaux. Depuis la grande guerre, l'Allemagne et la Russie ont montré par l'effondrement de leur monnaie quelles étaient les conséquences d'une multiplication indéfinie des signes monétaires.

2° La Reprise des paiements en espèces sur la base antérieure à l'établissement du cours forcé. Les billets qui étaient soumis au cours forcé deviennent échangeables contre des espèces. Ce retour au régime normal comporte le remboursement par l'Etat des emprunts qu'il avait contractés auprès de la Banque Centrale d'émission. Le remboursement est effectué à l'aide des excédents budgétaires ou au moyen d'em-

prunts qui permettent de retirer des billets de la circulation et de les détruire.

L'Angleterre après Waterloo, les Etats-Unis après la guerre de Sécession, la France après 1870, sont arrivés à ce résultat qui exige de la part de l'Etat une volonté constante de tenir ses engagements, jointe à une grande persévérance. C'est seulement au bout de 17 ans, en 1877, que le dollar revint à sa valeur de 1860, année qui marqua le début de la guerre civile. Ce sont là d'ailleurs les seuls exemples de nations ayant eu recours à l'inflation et qui en sont sorties sans une faillite plus ou moins complète.

3° Entre ces deux politiques extrêmes que sont l'inflation et la déflation, il y a une solution moyenne : la dévalorisation ou dévaluation.

Ce sont deux néologismes, assez peu précis, exprimant la même idée. La dévaluation est la réduction par voie d'autorité de la valeur officielle de l'unité monétaire et la fixation de cette nouvelle valeur. L'opération a pour objet le retour à la convertibilité; elle se traduit donc par la stabilisation à un niveau déterminé de la dépréciation d'une monnaie.

La Russie en 1896, la République Argentine en 1899, le Brésil en 1906, ont pratiqué cette opération.

On voit immédiatement que si la dévaluation est susceptible de supprimer les risques d'inflation que comporte le régime du papier-monnaie inconvertible, elle consacre par contre les résultats désastreux de l'inflation.

Après la cessation des hostilités, lorsque les Etats belligérants délivrés des soucis de la guerre eurent à résoudre les difficultés issues de la paix, le problème monétaire fut l'un des plus importants qui s'imposa à l'attention des gouvernants.

Certains pays, comme l'Allemagne, se laissant entraîner sur la pente de l'inflation, se sont engloutis dans une banqueroute complète. D'autres, reprenant le contrôle de leur situation financière, amorcèrent une politique de déflation, ayant pour objet final le retour de la monnaie nationale au pair et la reprise des paiements en espèces. Cette politique fut pratiquée avec succès par l'Angleterre. En France, elle fut amorcée en 1920, mais sa réalisation fut rendue plus difficile, sinon impossible, par la situation particulière où se trouvait placé notre pays.

Si l'inflation, depuis les désastres subis par les pays qui en furent victimes, n'a plus de défenseurs avoués, la déflation, par contre, en raison de ses inconvénients et de ses dangers, suscite de nombreuses critiques, et son opportunité est de plus en plus discutée. C'est pourquoi certains économistes et financiers soucieux d'éviter les risques de la déflation et désireux cependant de remédier à l'instabilité monétaire dont souffre l'Europe, ont préconisé pour certains pays la dévaluation de l'étalon monétaire, c'est-à-dire la stabilisation de la dépréciation à un taux déterminé, en principe celui atteint au moment où interviendrait la réforme.

Nous nous proposons d'étudier comment se pré-

sente au début de l'année 1925, le problème de la dévaluation du franc.

La dévaluation devant en principe consacrer l'état de choses existant, nous essaierons tout d'abord de déterminer quel est cet état de choses. Nous examinerons la situation laissée en France par la politique inflationniste pratiquée de 1914 à 1920.

Nous analyserons les objections qui sont faites au principe même de la déflation; nous étudierons ensuite le mécanisme de la déflation que l'on tenta de pratiquer en France et celui de la déflation effectuée dans les autres pays. Nous passerons après en revue, les avantages escomptés de la dévaluation et les critiques que l'on peut lui opposer.

Cet examen théorique terminé, nous envisagerons dans une seconde partie l'aspect technique du problème. La possibilité de la dévaluation d'une monnaie et le maintien de la nouvelle valeur de l'unité monétaire dépendent de plusieurs facteurs.

Une telle réforme monétaire suppose que toute menace d'inflation est définitivement écartée. Nous étudierons donc la question de l'équilibre budgétaire et celle de la consolidation de la dette flottante. Nous procéderons ensuite à une analyse de notre balance des comptes. Nous verrons si elle est en équilibre, si cet équilibre est stable et quelle sera sur lui l'influence d'un règlement des réparations et des dettes interalliées.

La dévaluation doit s'appuyer en outre sur une

forte réserve d'or et de devises-or. L'insuffisance de notre stock métallique faisant craindre que la convertibilité de la monnaie ne puisse être assurée à l'intérieur du pays, nous verrons à quelles conditions la convertibilité pourrait être assurée pour les règlements extérieurs. Aussi, examinerons-nous brièvement le système du « gold exchange standard » et le fonctionnement des caisses de conversion argentine et brésilienne.

Enfin, en supposant qu'une dévaluation doive intervenir, nous étudierons s'il est possible de déterminer le taux auquel elle pourrait être effectuée.



PREMIÈRE PARTIE

LE PROBLÈME MONÉTAIRE EN FRANCE

TITRE PREMIER

L'INFLATION

CHAPITRE PREMIER

LE DÉSÉQUILIBRE ÉCONOMIQUE PROVOQUÉ DANS LE MONDE PAR LA GUERRE DE 1914

Dès la déclaration de guerre en 1914, tous les Etats belligérants sans exception furent contraints de recourir à la monnaie de papier.

L'obligation pour les Banques d'émission de défendre leur encaisse métallique, le besoin d'instruments de paiement dû à la thésaurisation et à l'ébranlement du crédit, les emprunts des Etats aux établissements d'émission en vue de faire face aux premières dépenses de guerre expliquent suffisamment la né-

cessité du cours forcé (1) et des premières émissions de billets. Les billets furent émis par les Banques privilégiées comme en France, ou bien directement par l'État comme en Angleterre (currency notes).

L'impossibilité pour les États belligérants de subvenir au moyen de l'impôt ou de l'emprunt aux frais d'une guerre de plus en plus coûteuse les contraignit à faire des appels continus aux Banques d'émission ou à émettre directement du papier-monnaie.

L'inflation eut donc à l'origine le caractère de la création d'un pouvoir d'achat mis à la disposition des États pour couvrir les dépenses considérables nées de la guerre. Elle se manifesta de diverses façons : en France sous la forme d'une émission sans cesse accrue de billets de banque inconvertibles, en Angleterre sous la forme d'une augmentation dans les banques des comptes de dépôts utilisables par chèques (2). Aux États-Unis, elle fut marquée par les grandes facilités de crédits accordées par les « Federal Reserve Banks » aux souscripteurs des emprunts de guerre.

Le billet émis par la Banque Centrale et le compte de dépôts utilisable par chèques ont les mêmes effets économiques. Ils constituent un pouvoir d'achat qui est mis à la disposition du public et que l'on peut considérer comme la « mobilisation d'une grande masse d'épargnes anticipées de la communauté. »

(1) Le cours forcé en France fut décrété par la loi du 5 Août 1914.

(2) Voir dans l'ouvrage de M. Hartley Whitters : *Qu'est-ce que la monnaie?* une démonstration de la similitude existant entre le billet et le compte de dépôts utilisable par chèques.

L'inflation ne fut pas pratiquée seulement chez les belligérants. Les neutres, pour défendre éventuellement leur neutralité ou même pour faire face au besoin d'instruments monétaires résultant de la hausse des prix, furent contraints d'émettre du papier-monnaie. De plus, l'inflation de crédit fut facilitée chez les neutres par leurs fortes disponibilités métalliques et par les demandes de crédits formulées par les belligérants.

Bien que les liens existant entre la monnaie fiduciaire et la monnaie d'or et d'argent aient été rompus par l'institution du cours forcé, et par l'interdiction d'exportation de l'or, les illusions à l'égard du papier-monnaie ont persisté longtemps et le public eut la conviction que la monnaie fiduciaire avait conservé son ancienne valeur.

La création d'un pouvoir d'achat additionnel, sans accroissement correspondant des produits ou des services, devait naturellement tendre à provoquer un affaiblissement de la valeur de la monnaie.

Alors qu'avant la guerre, les billets de banque étaient émis en représentation d'une richesse déjà créée et lancée dans la circulation, les billets, après 1914, furent émis sans autre contre-partie qu'une reconnaissance de dette signée par l'Etat et ne comportant aucune condition déterminée de remboursement. L'émission de billets non gagés n'ajoutant rien au pouvoir d'achat total existant, ces billets n'acquéraient de la valeur qu'au détriment de ceux qui étaient déjà en

circulation, d'où il devait résulter fatalement une dépréciation des instruments de paiement en circulation.

La dépréciation de la monnaie fut générale dans tous les pays. Chez les neutres, on put même constater la diminution du pouvoir d'achat de l'or. L'or, en effet, avait cessé de remplir les fonctions d'étalon international et son rôle s'était rétréci. Il ne put jouer le rôle de monnaie qu'aux États-Unis et sa grande abondance dans ce pays devait provoquer la réduction de son pouvoir d'achat en marchandises.

En outre, des facteurs particuliers contribuaient à la hausse des marchandises.

C'était : 1° Le bouleversement apporté dans la production par la mobilisation de tous les hommes valides, la désorganisation des services publics, les difficultés des transports terrestres et maritimes, d'une façon générale, par les entraves de toutes sortes apportées à la liberté du commerce et de l'industrie.

2° La demande considérable de matières premières et de produits nécessaires à la conduite de la guerre.

3° L'influence de la spéculation qui cherchait à exploiter cet état de choses et contribuait ainsi à accélérer le mouvement de hausse.

En France, il faut ajouter à ces facteurs de hausse l'occupation de nos plus riches provinces. On a également incriminé comme raison particulière de cherté, les salaires élevés accordés aux ouvriers et aux employés par les fournisseurs de guerre. Ces hauts salaires permis par la prodigalité de l'Etat à l'égard de ses

fournisseurs, ont réagi sur la rétribution de la main-d'œuvre employée dans l'industrie civile.

Dire quelle a été la cause originelle de la hausse des prix : l'affaiblissement du pouvoir d'achat de la monnaie ou la rareté des marchandises, est un problème très discuté qui n'a pas encore été résolu.

Les partisans de la théorie quantitative, s'appuyant sur les arguments du « Bullion Report », affirment que la hausse des prix est due uniquement à l'augmentation démesurée de la circulation fiduciaire en face d'une quantité de marchandises restant invariable. Par contre, les adversaires de cette même théorie inclinent à croire que le facteur marchandises a été la cause prédominante de la hausse des prix, une accentuation de la hausse des marchandises nécessitant une augmentation correspondante de la circulation.

En réalité, il semble très difficile de distinguer avec certitude quelle fut à l'origine la cause première de la hausse des prix. Les deux facteurs, monnaie et marchandises paraissent avoir joué chacun leur rôle. Peut-être dans les pays belligérants, le facteur monnaie eut-il immédiatement une influence plus grande en raison des emprunts directs ou indirects effectués auprès des Banques d'émission, alors que chez les neutres la hausse des marchandises devait surtout faire sentir ses effets ! Mais quoiqu'il en soit, la rareté des marchandises et la diminution du pouvoir d'achat du papier-monnaie provoquée par sa grande abondance, devaient amener dans le monde une hausse générale des prix.

Dans le tableau ci-après, nous reproduisons les variations des « index numbers » enregistrées de 1913 à 1924.

Moyennes mensuelles	Royaume Uni	France	Italie	Allemagne	U. S. A.
1913	100	100	100	100	100
1914	100	102	96	106	98
1915	127	140	133	142	101
1916	160	189	201	153	127
1917	206	262	299	179	177
1918	227	340	409	217	194
1919	242	357	364	415	206
1920	242	510	624	1486	226
1921	295	345	577	1911	147
1922	182	327	562	34182	149
1923	159	411	582	765000	157

Moyennes mensuelles	Canada	Japon	Suède	Indes
1913	100	100	100	100
1914	100	95	100	100
1915	109	97	145	112
1916	134	117	185	128
1917	175	159	244	147
1918	205	196	339	180
1919	216	239	330	198
1920	250	260	347	204
1921	182	200	211	181
1922	165	196	162	180
1923	167	192	166	179

En raison du cours forcé, des entraves apportées à la libre circulation de l'or et des marchandises, la balance des comptes fut bientôt, dans tous les pays bel-

ligérants, en déséquilibre. Les changes eurent donc tendance à s'élever et l'or ne jouant plus son rôle régulateur dans les règlements internationaux, les « gold points de sortie » c'est-à-dire les points auxquels les sorties d'or limitaient en temps normal les écarts des changes étrangers, furent bientôt dépassés.

Il est à noter toutefois que les dépenses considérables effectuées en France par les armées alliées nous ont procuré en assez grosses quantités des devises étrangères, dollars, livres sterling, diminuant ainsi nos besoins de change.

La guerre nécessitant, au fur et à mesure de son développement, la mise en œuvre d'un matériel de plus en plus considérable, les belligérants furent contraints, pour leurs approvisionnements en vivres et en matières premières, de faire appel aux neutres, ce qui amplifia encore le déséquilibre de la balance des comptes. Les belligérants ne pouvaient se libérer en marchandises, et d'un autre côté les billets émis à l'intérieur d'un pays n'avaient pas cours dans les autres pays. Ils durent donc obtenir des crédits ou effectuer des envois d'or. Le règlement de nos dettes à l'extérieur était doublement nécessaire. Il nous fallait en effet, acquérir les matières premières nécessaires à la conduite de la guerre, et en outre, maintenir intact le crédit de notre pays à l'extérieur. De plus, les Etats les plus riches, Angleterre, France, accordaient des prêts aux alliés moins favorisés.

Jusqu'en 1917, date de l'intervention américaine, les Etats alliés défendirent leur change par des ventes

de valeurs mobilières étrangères, par des envois d'or prélevé sur les réserves invisibles de la circulation intérieure, par la conclusion de crédits commerciaux consentis aux gouvernements eux-mêmes ou à des Groupements particuliers.

Par dessus tout, une réglementation économique très stricte réduisait au minimum les besoins de devises étrangères. Des restrictions étaient apportées à la liberté d'importation; les Alliés effectuaient en commun leurs achats à l'étranger. En France, l'Etat pourvoyait non seulement aux besoins des hommes sous les armes, mais encore à ceux de la population civile.

L'entrée en guerre des Etats-Unis soulagea les trésoreries alliées. Les Américains assumèrent la charge des règlements de tous les achats effectués par les Alliés en Amérique ou en territoire neutre. Cette intervention arrêta la hausse des changes. Les changes qui avaient subi en 1914 et 1915 des fluctuations assez importantes se stabilisèrent par rapport au dollar des Etats-Unis.

Cette stabilisation devait durer seulement jusqu'à la fin des hostilités. La Trésorerie Britannique en décembre 1918 et la Trésorerie Américaine en mars 1919 dénoncèrent les accords interalliés. Autrement dit, elles cessèrent de mettre à la disposition de la France, de la Belgique, de l'Italie, des crédits en livres sterling ou en dollars sur lesquels les Gouvernements Alliés pouvaient tirer des traites pour payer leurs fournisseurs. De plus, l'Angleterre et les Etats-Unis repre-

naient toute leur liberté au point de vue commercial et financier.

L'accord financier interallié aurait-il dû être maintenu plus longtemps? On a fait grief à la Grande-Bretagne et à l'Amérique d'abandonner ainsi leurs alliés, en proie à des difficultés financières inextricables, alors qu'aucun règlement politique et économique n'était intervenu dans le monde. On peut estimer en effet que l'aide financière que l'on nous accorda pendant la guerre fut retirée trop rapidement et qu'on eût dû passer moins brusquement de la collaboration la plus complète à l'isolement absolu.

A la vérité, il faut reconnaître cependant que l'accord financier interallié consacrait un régime économique très strict établi en vue de la lutte commune contre l'Allemagne. Le but atteint, ce régime disparaissait et avec lui toutes ses assises.

Les pays Anglo-Saxons ont donc repris leur liberté. Pendant plus de quatre ans, les Etats belligérants ont tout sacrifié à la nécessité de la victoire qui était pour eux une question de vie ou de mort. La guerre terminée et les exigences de la vie économique s'affirmant dans chaque pays, il fallait de nouveau se conformer aux nécessités du régime économique d'avant-guerre. De nouveau, le spectre de la concurrence hantait les esprits. La solidarité constituait une chaîne trop lourde et l'union sur les champs de bataille faisait bientôt place à des sentiments de méfiance.

La dénonciation de l'accord interallié déclancha le déséquilibre qui s'est manifesté dans les changes et

inaugura la période d'instabilité dans laquelle notre pays se débat depuis plus de cinq ans.

Nous reproduisons ci-après les variations enregistrées en France dans les cours de la prime sur l'or :

En 1914	0	En 1920	176 %
1915	5 %	1921	160 %
1916	33 %	1922	138 %
1917	35 %	1923	220 %
1918	36 %	1924	280 %
1919	42 %		

Ce tableau montre que notre devise a subi une dépréciation à peu près ininterrompue au cours des dernières années.

CHAPITRE II

LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA FRANCE DEPUIS 1914

La France a été contrainte, pour faire face aux dépenses de guerre, d'utiliser la circulation de billets à cours forcé, gagés par les avances de la Banque de France à l'Etat.

Une convention secrète conclue en 1911 prévoyait qu'en cas de mobilisation, la Banque pourrait faire à l'Etat des avances d'un montant de 2.900 millions. Cette convention entra en vigueur dès les premiers jours de la mobilisation. La marge de 2.900 millions fut bientôt absorbée, et le 21 septembre 1914, une nouvelle convention portait le montant des avances autorisées à 6 milliards. M. Ribot, Ministre des Finances, s'engageait dans cette convention à rembourser le plus tôt possible ces avances en utilisant les ressources des premiers emprunts.

Les recettes fiscales et les ressources d'emprunt étant insuffisantes à couvrir les dépenses sans cesse plus élevées effectuées pour la défense nationale, l'Etat fut obligé de faire des appels répétés à la Banque d'Emission. L'emprunt à la circulation offre d'ailleurs, ainsi qu'on l'a fait remarquer bien des fois, des avantages apparents. Il fournit immédiatement des ressources, il est presque secret, il se fait à un taux minime d'inté-

rêt et ne provoque pas de protestations de la part du public, car il ne comporte pas la contrainte qui résulte de l'impôt.

A l'armistice, la France se trouvait avoir une circulation de 31 milliards environ. Les rapports de la Banque de France avec l'Etat étaient déterminés par la convention du 5 juin 1918 fixant le maximum des avances à 21 milliards. Le pays devait reconstituer ses stocks absorbés par la guerre et commencer la restauration des régions libérées.

Alors qu'il eût été sage d'abandonner la politique néfaste d'emprunts à la Banque suivie jusque là et d'instaurer une politique financière énergique, la création de ressources par des emprunts de l'Etat à la Banque de France, c'est-à-dire l'émission de billets non gagés, s'est poursuivie jusqu'en 1920.

Les tableaux ci-après montrent la progression des avances consenties par la Banque à l'Etat et les élévations successives du montant des billets pouvant être mis en circulation.

Date de la convention	Date de la loi portant approbation	Montant des avances autorisées
11 novembre 1911	5 août 1914	2.900 millions
21 septembre 1914	26 décembre 1914	6 milliards
4 mai 1915	10 juillet 1915	9 —
13 février 1917	16 février 1917	12 —
2 octobre 1917	4 octobre 1917	15 —
4 avril 1918	5 avril 1918	18 —
5 juin 1918	7 juin 1918	21 —
13 février 1919	5 mars 1919	24 —
24 avril 1919	17 juillet 1919	27 —

Loi du 29 décembre 1911.....	6.800 millions
Loi du 5 août 1914.....	12 milliards
Décret du 11 mai 1915.....	15 —
Décret du 15 mars 1916.....	18 —
Décret du 15 février 1917.....	21 —
Décret du 10 septembre 1917...	24 —
Décret du 7 février 1918.....	27 —
Décret du 3 mai 1918.....	30 —
Décret du 5 septembre 1918...	33 —
Décret du 25 février 1919.....	36 —
Loi du 17 juillet 1919.....	40 —
Décret du 28 septembre 1920...	41 —

Les avances directes à l'Etat qui figuraient au Bilan de la Banque du 2 Janvier 1919 pour 18.800 millions accusaient dans le Bilan du 8 janvier 1920, le chiffre de 25.850 millions, soit une augmentation de 7 milliards. Les billets en circulation passaient de leur côté de 31.055 millions à 37.660.543.405 fr.

Plusieurs raisons expliquent cette mauvaise politique suivie après l'armistice. Les dépenses urgentes de reconstruction dans les pays dévastés et les indemnités de démobilisation nécessitaient des ressources immédiates et considérables. D'autre part, les gouvernants fondant des illusions exagérées sur les paiements à recevoir de l'Allemagne, se refusaient à demander aux contribuables ou à l'épargne les ressources nécessaires.

En outre, la reconstitution de nos stocks nous obligeait à de gros achats à l'étranger. En effet, nous avions de gros besoins d'alimentation, d'outillage, de matières premières en face desquels notre capacité d'exportation se trouvait forcément réduite. Les crédits

d'Etat à Etat ayant disparu et le crédit privé étant fortement ébranlé, il fallut, pour parer au déséquilibre de la balance des comptes, acheter sur le marché du change, des moyens de règlement, c'est-à-dire des livres, des dollars, et remettre en contre-partie des francs qui ne furent acceptés qu'au prix que nos vendeurs voulurent bien nous payer.

Les spéculateurs étrangers n'ayant pas l'utilisation immédiate des francs qu'ils achetaient ainsi, tenaient compte pour la fixation en leur propre monnaie du prix d'achat, des risques de dépréciation que comportait notre devise. Les exigences de ces vendeurs expliquent la grande hausse des changes de 1919-1920, et le fait qu'ils mirent ces francs en portefeuille dans un but de spéculation explique aussi pourquoi notre monnaie ne s'est pas, à cette époque, effondrée. La vente de billets à l'extérieur destinés à nous procurer des moyens de règlement constituait donc dans une certaine mesure une source d'augmentation de la circulation fiduciaire.

Cependant, après les élections législatives de 1919, le nouveau Parlement dut se résoudre à voter de nouveaux impôts. Une loi du 5 mars 1919, avait déjà retiré au Gouvernement le pouvoir de fixer par décret en Conseil d'Etat la limite d'émission des billets.

En 1920, le Ministre des Finances d'alors, M. François-Marsal, rompant net avec les pratiques suivies jusque là, cessait les emprunts de l'Etat à la Banque et préparait un programme de redressement de notre

monnaie. Il fit dans ce but, voter la convention de décembre 1920 avec la Banque de France par laquelle l'Etat s'engageait à rembourser chaque année à la Banque, à partir du 1^{er} janvier 1921, une somme de 2 milliards.

Nous reproduisons ci-après le texte de la convention du 29 décembre 1920, approuvée par la loi du 31 décembre 1920.

« *Article Premier.* — Le montant des avances que la Banque de France s'est engagée à mettre à la disposition de l'Etat, fixé provisoirement à 27 milliards de francs par la convention des 24 avril 1919 et 14 avril 1920, est maintenu à la même somme jusqu'au 31 décembre 1921.

« *Article 2.* — L'Etat s'engage à effectuer avant le 1^{er} janvier 1922, le remboursement nécessaire pour ramener à 25 milliards de francs le montant des sommes prélevées sur les avances de la Banque de France.

« *Article 3.* — Conformément à l'article 3 de la convention du 14 avril 1920, l'Etat poursuivra l'amortissement de sa dette envers la Banque de France à raison de 2 milliards de francs au moins chaque année, et en conséquence le montant des avances autorisées sera chaque 31 décembre réduit d'une somme de 2 milliards.

« *Article 4.* — La présente convention est dispensée des droits de timbre et d'enregistrement. »

Nous reviendrons dans notre étude sur cette convention du 29 décembre 1920.

Une politique de déflation monétaire était ainsi amorcée. Il est à remarquer d'ailleurs que la grande crise mondiale de 1920, crise de surproduction, en provoquant la baisse des prix, diminuait les besoins de la circulation. C'était là une circonstance des plus heureuses pour opérer avec succès un redressement monétaire.

Si l'on examine la politique financière de la France pendant la guerre, on voit que les ressources obtenues par le pays se partagent ainsi :

57 %	{	26 %	Bons de la Défense Nationale.
		13 %	Avances de la Banque de France.
		17 %	Opérations de crédit à l'Etranger.
43 %	{	27 %	Emprunts de consolidation.
		16 %	Impôts et revenus.

Alors que l'Angleterre demandait une part considérable de ses ressources à l'impôt et à l'emprunt, la France satisfaisait en grande partie aux besoins de la guerre par des emprunts à la circulation. On a reproché âprement cette politique aux Ministres qui assumèrent chez nous la direction des finances publiques pendant la guerre.

Quoiqu'il est indéniable qu'il fut trop demandé à la circulation, pas assez à l'impôt et à l'emprunt, il est nécessaire de remarquer que la France était placée dans une situation plus défavorable que ne l'était l'Angleterre. La mobilisation presque totale des hommes valides, l'envahissement de sept de ses plus riches départements, la nécessité de faire des avances à des

alliés moins riches, mettaient notre pays dans un état réel d'infériorité et l'hésitation des gouvernants à solliciter de la nation un gros effort fiscal s'explique en partie.

Que les émissions de billets dues aux emprunts répétés du Trésor à la Banque soient un mal, c'est indiscutable. C'est assurément des trois moyens pour un Etat de se procurer de l'argent, le plus dangereux, le plus néfaste, mais dans les circonstances désespérées où l'impôt et l'emprunt ne peuvent être employés, c'est le plus commode, celui qui procure immédiatement des ressources, et en l'espèce, il apparaît bien que si les émissions de billets furent en principe un expédient regrettable, ce fut dans une certaine mesure un expédient nécessaire. La France, moins que tout autre pays, était en mesure de conduire la guerre avec ses seules ressources fiscales ou avec des emprunts.

Il est d'ailleurs nécessaire de remarquer que sur un total d'environ 410 milliards déboursés par le Trésor du 1^{er} août 1914 au 1^{er} décembre 1924, les avances demandées par l'Etat à l'Institut d'émission, ont fourni des ressources pour un montant de 5 % seulement. Le reste, soit 95 % a été procuré par l'impôt et l'emprunt. Les ressources financières apportées par les emprunts à la circulation pourraient donc être considérées comme modestes. Mais ceci n'est vrai que si l'on envisage les ressources immédiates apportées par les emprunts de l'Etat à la Banque, sans faire intervenir leurs conséquences directes et indirectes.

En fait, cette politique d'inflation et la dépréciation du franc qui en dérivait obligatoirement ont eu d'abord, en dilatant la matière imposable, tendance à provoquer un accroissement des ressources fiscales. Elles ont de plus allégé pour l'Etat le fardeau de la dette publique. Cet allègement porta d'abord sur la dette d'avant-guerre puis au fur et à mesure du développement des hostilités sur la dette de guerre, consolidée et flottante.

CHAPITRE III

LES CONSÉQUENCES DE LA POLITIQUE INFLATIONNISTE EN FRANCE

§ I. — *Conséquences de l'inflation sur la répartition des richesses*

En France, comme dans tous les pays où sévirent les émissions de papier-monnaie, les conséquences économiques, financières, sociales et morales de l'inflation furent, dans leur ensemble, déplorables. Les rapports sociaux entre les hommes sont en effet mesurés pour la plupart par des signes monétaires. Si l'étalon monétaire devient instable, l'harmonie des relations sociales se trouve bouleversée.

C'est surtout dans le domaine de la répartition que l'influence de la politique inflationniste se manifeste le plus violemment. Voyons en effet comment sont affectés par la dépréciation monétaire l'entrepreneur, le salarié et le rentier.

Les qualités d'entrepreneur, de salarié et de rentier peuvent être cumulées par une seule personne. Un individu peut fort bien être salarié et rentier, ou bien entrepreneur et rentier. Nous examinerons cependant à part la situation faite à chaque catégorie sociale étant

donné que les intérêts de l'une sont distincts de ceux des deux autres.

Les agriculteurs ont bénéficié, en dépit de la taxation et de la réquisition pratiquées pendant la guerre, de la hausse des produits agricoles due à la dépréciation de la monnaie. Les exploitants purent conserver la totalité de ce profit supplémentaire étant donné que les charges fixes (fermages pour les tenanciers, hypothèques pour les propriétaires) qui pouvaient grever le bénéfice d'exploitation restaient au même taux nominal. Cet enrichissement a permis aux fermiers de racheter après l'armistice les terres des propriétaires fonciers gênés et aux propriétaires exploitants de libérer leurs fonds des hypothèques qui pouvaient les grever (1).

Quant aux industriels et aux commerçants, ils profitent de l'activité factice donnée à la production par la diminution du pouvoir d'achat de la monnaie. En effet, l'amoindrissement continu de la monnaie dans les mains du public incite celui-ci à s'en débarrasser le plus vite possible. Tous les détenteurs d'un pouvoir d'achat (billets ou comptes en banque) ont tendance à l'échanger contre des valeurs réelles, marchandises, mobilier, bijoux. La demande de produits qui en est la conséquence favorise donc la production.

Les producteurs ont été encore avantagés de deux autres façons. Ils ont éliminé :

(1) En Allemagne, on put constater, par de nombreuses observations, que 99 % des dettes hypothécaires d'avant-guerre étaient remboursées en 1923.

a) La concurrence étrangère par suite de la hausse des changes.

b) La concurrence intérieure, tout au moins partiellement. La libre concurrence ne pouvant pas jouer, ils en sont venus à exercer un véritable monopole de fait.

En outre, en période de hausse des prix, certains éléments du prix de revient (main-d'œuvre, frais généraux) ne s'accroissent pas dans une proportion correspondant à la dépréciation de la monnaie. Il en résulte que l'industriel et le commerçant trouvent dans la hausse des marchandises un accroissement de leur bénéfice.

Il est juste d'ajouter qu'en France, l'industrie et le commerce ont souffert cependant de certaines mesures prises pendant la guerre par le Gouvernement en vue d'enrayer la hausse des prix : taxation des marchandises, prohibitions d'importation, d'exportation, législation sur la spéculation illicite. Mais tout compte fait, les producteurs ont retiré de l'inflation des avantages indéniables.

En ce qui concerne les salariés, leur rémunération s'élève nominalement avec la dépréciation monétaire, mais il est à remarquer, que si pour une partie de la classe ouvrière, l'augmentation nominale du salaire journalier semble suivre assez sensiblement l'élévation du prix de la vie, par contre pour certaines classes de salariés, les fonctionnaires, le personnel supérieur du commerce et de l'industrie, les employés et d'une fa-

çon générale les travailleurs intellectuels, l'augmentation du salaire nominal est toujours en retard sur la hausse du prix de la vie, de sorte que le salaire réel a tendance à s'abaisser de plus en plus.

Si l'on considère l'ensemble des salariés, on peut donc dire que l'accroissement du prix de la vie est toujours plus rapide que le redressement de la rémunération du travail (1).

Deux points sont à signaler pour les salaires des ouvriers.

1° Le salaire s'appliquant maintenant à une journée de huit heures de travail au lieu de neuf ou dix heures comme avant la guerre, le salaire horaire dans beaucoup de cas a sensiblement suivi, sinon dépassé, la hausse des prix.

2° L'augmentation des salaires a été moins considérable pour l'élite ouvrière que pour la main-d'œuvre non qualifiée. L'écart qui existait avant la guerre dans la rémunération des travailleurs, en faveur des ouvriers de métier, a donc sensiblement diminué.

La classe qui souffre le plus de l'inflation est la classe épargnante, la classe des rentiers ou détenteurs de revenus fixes. Ces derniers sont contraints de subir passivement les effets de la dépréciation monétaire sans pouvoir reporter sur d'autres le préjudice subi. Tous les titulaires de créances exprimées en une valeur

(1) Cette constatation a déjà été faite par M. Subercaseaux dans son étude du régime du papier monnaie dans les différents pays.

nominale : X francs, c'est-à-dire les titulaires de pensions de retraite, de rentes viagères, les porteurs de rentes, d'obligations, les créanciers hypothécaires, voient fondre dans leurs mains les premiers leur revenu, les autres leur revenu et leur capital à la fois.

La perte des rentiers est double en effet. Elle se traduit par une réduction de la valeur réelle du revenu et du capital qui, en face du renchérissement général des choses restent toujours d'une même valeur nominale. A ceci vient s'ajouter encore pour les détenteurs de titres de rentes et d'obligations la perte absolue en capital résultant de la baisse de leurs titres en Bourse. Ainsi un porteur de 30 francs de Rente Française 3 % qui avait acheté ses titres en 1912 à 98 francs perçoit actuellement par rapport à son prix d'achat un revenu de 8,18 francs-or. En outre, s'il réalisait ses titres qui cotent environ 47 francs, il obtiendrait 470 francs, soit au cours présent du franc, 128 francs-or environ. Son revenu est donc amputé de 73 % et son capital de 87 %.

Les propriétaires de biens fonciers liés par des baux à longue durée ou par les lois limitant la hausse des loyers, perçoivent également des revenus d'une valeur réelle amoindrie.

L'inflation cause donc des préjudices considérables à toute la masse des créanciers. Par contre, tous les débiteurs, l'Etat en tête, les sociétés commerciales et industrielles, les fermiers, les locataires d'immeubles gagnent ce que perdent les créanciers.

§ II. — *Conséquences de l'inflation sur la production*

Certains publicistes, sans aller cependant jusqu'à préconiser une politique délibérément inflationniste, prétendent que l'inflation a néanmoins certains avantages d'ordre financier et économique.

Leurs arguments ressemblent fort à ceux invoqués au début du 18^e siècle par les défenseurs de l'augmentation des monnaies. L'augmentation des monnaies consistait à attribuer aux monnaies métalliques une valeur supérieure en unités de monnaie de compte, c'est-à-dire en livres tournois. A cette époque, on déclarait qu'une pareille mesure était désirable, car elle accroissait les ressources du Trésor, ranimait le commerce, améliorait la situation des débiteurs.

Les avantages de l'inflation, déclarent ses partisans, sont de deux sortes :

1^o Elle allège le lourd passif de la dette publique et constitue un excellent moyen de liquidation des charges laissées par la guerre.

2^o C'est un stimulant à la production. Elle accélère la consommation, développe les exportations et apporte un frein aux importations.

Ce dernier argument appelle les remarques suivantes :

Il est exact qu'en période de dépréciation monétaire, la demande de marchandises est accrue, car les porteurs de monnaie cherchent à se débarrasser au plus vite d'un bien dont la valeur fond dans leurs mains.

Seulement, il ne faut pas perdre de vue que ce n'est pas là une situation saine. M. Marcel Marion a écrit dans son livre *La vie et la mort du papier-monnaie* : « Le papier-monnaie transforma la France en une nation d'acheteurs; on ne saurait imaginer, soit pour l'Etat, soit pour les particuliers, situation plus désastreuse. » Cette observation très juste est applicable encore maintenant.

Il est vrai également que l'inflation allège le passif de toutes les affaires et qu'elle améliore ainsi la situation des producteurs endettés (1).

Ce sont là des raisons qui expliquent pourquoi certains grands groupements industriels en France virent sans déplaisir, se poursuivre après l'armistice une politique inflationniste. La mise en marche des usines réadaptées aux fabrications de paix nécessitant de gros capitaux, il faut, disaient certains, attirer l'épargne par la perspective de gains rapides et considérables. Il faut que l'épargne abandonne les placements à revenu fixe et apporte une contribution plus importante à la mise en valeur des richesses nationales. De plus, les hauts prix permettront de gros salaires, ce qui sera une garantie de paix sociale.

Pour apprécier ces arguments, il est nécessaire d'analyser l'influence de l'inflation sur les prix. Tout d'abord, dans la première phase de l'inflation, la dis-

(1) Voltaire, en 1733, proposait comme procédé financier recommandable, le soulagement du débiteur au moyen d'une élévation arbitraire du cours des monnaies.

proportion entre l'accroissement des moyens de règlement et la quantité invariable des marchandises et services s'offrant sur le marché, provoque une hausse des prix. L'industriel a son outillage, ses stocks de matières premières achetés aux anciens prix; ses charges immobilières restent les mêmes, les salaires sont fixes. Il pourra donc bénéficier pour sa production de la totalité de la hausse. Mais une seconde phase intervient. L'industriel se réapprovisionne en matières premières et marchandises et il s'efforce d'accroître sa production. Il subit à son tour les effets de la hausse des prix. Les salaires, les frais généraux s'élèvent également; enfin l'augmentation des impôts fait sentir son influence.

Les éléments essentiels du prix de revient subissent donc une hausse sans cesse accrue au fur et à mesure du développement de l'inflation. En outre, la hausse des produits fabriqués restreint la demande. On a ainsi d'un côté une restriction des débouchés, de l'autre une abondance de marchandises. Certaines branches de l'industrie peuvent avoir une surproduction et l'écoulement des marchandises risque de ne se faire qu'à des prix réduits. Dans ces conditions, le bénéfice du producteur ne s'accroît pas proportionnellement à la dépréciation de la monnaie.

Le point suivant doit attirer aussi l'attention. En période d'inflation, le fonds de roulement des entreprises se trouve diminué au fur et à mesure de la dépréciation monétaire, ce qui nécessite, alors que le crédit se resserre, des augmentations constantes de ca-

pital, des émissions d'obligations à des taux d'intérêt très élevés ou des emprunts aux banques très onéreux.

A cela viennent s'ajouter les difficultés rencontrées par les industriels dans leurs approvisionnements de matières premières, les revendications des travailleurs qui demandent des augmentations de salaires, génératrices de grèves et de troubles sociaux.

Pour ce qui est des exportations, elles sont en effet facilitées au début de la dépréciation monétaire. Le fléchissement de la monnaie rompt momentanément l'équilibre entre les prix intérieurs et les prix extérieurs, la hausse des premiers ne suivant que d'assez loin la hausse des changes. Les étrangers peuvent donc acheter à meilleur compte que chez eux, ce qui entraîne un courant d'exportations. Mais cet écart entre les prix du marché intérieur et ceux du marché extérieur ne peut se maintenir qu'à condition que l'inflation continue sans relâche. En effet, la hausse des produits importés provoquée par la diminution de valeur de la monnaie à l'extérieur, et les achats des exportateurs tendent, dès qu'une stabilisation intervient, à rétablir l'équilibre des prix intérieurs et des prix extérieurs. Pour retirer tout le bénéfice de l'inflation, il faut donc la poursuivre jusqu'au bout, jusqu'à la faillite complète.

D'ailleurs, lorsque l'émission des billets atteint des hauteurs vertigineuses, on voit même, ainsi qu'on a pu le constater en Allemagne dans le courant de 1923, les prix intérieurs dépasser les prix extérieurs.

Les autres pays se défendent par des tarifs doua-

niers appropriés contre cette nouvelle forme de « dumping » que constituent les exportations des pays à monnaie dépréciée. On a beaucoup parlé en 1921 et 1922 des avantages que recueillaient l'industrie et le commerce allemand de la dépréciation du mark. Or, si l'on consulte les statistiques publiées en Allemagne, on voit que de mai 1921 à mars 1922, période marquée par une dépréciation continue du mark, les exportations se sont élevées à 18 millions 1/2 de tonnes alors que la moyenne annuelle des exportations au cours des trois années qui ont précédé la guerre était de 66 millions de tonnes.

En ce qui concerne le retard qui se produit dans l'ajustement des prix intérieurs aux prix extérieurs, cette rupture d'équilibre comporte certains dangers, car elle permet à l'étranger de s'approprier les produits et les immeubles nationaux à des prix de beaucoup inférieurs à leur valeur or, d'où en définitive une perte appréciable pour le pays.

Les arguments que nous venons d'exposer en faveur de l'inflation sont ceux que certains producteurs sud américains, éleveurs, exploitants de mines, qui exportaient leurs produits, ont invoqué à plusieurs reprises pour demander le maintien ou même l'accroissement du papier monnaie dans leur pays. (1)

Les protectionnistes, dans tous les pays où a sévi le papier monnaie, ont presque toujours été partisans des

(1) Subercaseaux. *Le Papier monnaie*. 1^{re} partie, chapitre IV, pages 66 et 67.

doctrines inflationnistes. Les uns veulent maintenir à un niveau élevé les prix des produits agricoles, les autres veulent que la monnaie reste dépréciée à l'extérieur afin de s'assurer une prime à l'exportation et de défendre le marché intérieur contre les importations.

M. le Sénateur Henri Chéron, dans son rapport du 19 mai 1921 sur les dépenses recouvrables, faisait valoir les avantages d'une monnaie dépréciée : prime à l'exportation, barrière contre l'importation. Nous avons vu ce qu'il fallait penser de cette prime à l'exportation. Pour ce qui est de la barrière qui serait opposée aux importations, la remarque suivante est nécessaire. Quand il s'agit d'un pays comme la France, gros importateur de matières premières, le prétendu frein à l'importation que constitue un change élevé, s'applique aux produits de première nécessité : blé, sucre, café, laine, coton. Le frein n'offre donc pas une grande efficacité puisque l'importation de ces produits est indispensable.

§ 3. — *Conséquences de l'inflation sur la consommation*

L'influence de l'inflation sur la consommation est considérable. La consommation est activée dans une grande mesure, car on épargne difficilement en période de dépréciation monétaire. On préfère jouir immédiatement du pouvoir d'achat de son argent que de le voir se déprécier entre ses mains. Le public est

poussé à spéculer et à acheter au delà de ses besoins, car la hausse lui fait craindre une nouvelle hausse.

Parmi les classes riches, le gonflement des prix provoque un accroissement nominal des fortunes qui incite à la dépense. Beaucoup de personnes se croient enrichies alors qu'en réalité elles se sont appauvries et vivent sur leur capital.

Il est à noter aussi que la consommation se trouve soumise à de nombreux heurts. En effet, avant la guerre la stabilité de la consommation était assurée pour une bonne partie par les classes moyennes dont les revenus à peu près constants provoquaient une demande régulière de produits. Or ces classes, grandes victimes de l'inflation, ne peuvent plus exercer leur action modératrice. De là des soubresauts que l'on peut constater dans la demande de certains produits de consommation.

§ IV. — *Conséquences financières de l'inflation*

Les partisans de l'inflation prétendent que cette politique monétaire allège le lourd passif de la dette publique.

Cet argument est fondé en partie, mais lorsque l'inflation est voulue, préméditée, c'est un procédé de banqueroutier. On a été jusqu'à prétendre que l'Etat s'étant engagé seulement à payer des coupons de rente en billets d'une valeur variable, il était libre de s'acquitter envers les rentiers en leur donnant des billets ayant telle valeur qui lui plaira, même si cette valeur

devait tomber à zéro; c'est là une opinion inadmissible.

D'ailleurs, si l'inflation atténue les charges de la dette publique et même si poussée jusqu'à sa limite extrême, elle annule complètement cette dette, elle n'obtient ce résultat que par la ruine du crédit public et du crédit privé. Un pays se retire ainsi pour longtemps les avantages qui résultent d'un bon crédit et lorsqu'il se trouve dans la nécessité d'emprunter de nouveau, ses prêteurs ayant perdu toute confiance lui font payer par des conditions très dures sa politique malhonnête.

Les inflationnistes admettent que l'inflation doit être mesurée, sagement graduée, et qu'on doit l'arrêter à temps avant la faillite complète. Certains estiment même que l'inflation permettra de créer une telle prospérité qu'il sera possible de diminuer graduellement le papier monnaie mis en circulation. Mais il n'est permis à personne d'affirmer qu'il sera toujours possible d'arrêter au moment voulu sur « la pente savonneuse » un pays qui se sera laissé gagner par l'inflation.

En réalité, il est impossible d'ajuster avec une dépréciation monétaire continue les recettes et les dépenses publiques. Si le fardeau de la dette publique acquittée en monnaie dépréciée se trouve ainsi allégé, par contre l'Etat qui est le plus gros consommateur souffre le premier de la hausse des prix pour l'achat des fournitures dont il a besoin. Le réajustement nécessaire des traitements et des pensions des fonctionnaires au prix de la vie grossit également les dépenses

publiques. En outre, pour un pays comme la France ayant une lourde dette extérieure, la charge s'accroît au fur et à mesure de la dépréciation du franc.

Quant à l'augmentation du rendement des impôts, elle est toute nominale. Les impôts étant toujours perçus avec un retard plus ou moins grand, ils ont, lorsqu'ils rentrent dans les caisses de l'État, une valeur inférieure à celle escomptée dans les prévisions budgétaires.

Le déséquilibre budgétaire est donc installé en permanence dans l'État. Le manque d'équilibre du budget provoque l'inflation qui entraîne la hausse des prix et des salaires, laquelle accentue le déséquilibre, générateur nouveau d'inflation.

Il est vrai que les conséquences qui découlent d'une politique inflationniste laissent toujours, par le caractère de nécessité et de fatalité inéluctable qu'elles comportent, la possibilité aux gouvernants d'éluder leur responsabilité et de prétendre qu'ils ont été victimes d'évènements supérieurs à une volonté humaine.

L'inflation provoque également une hausse du taux de l'intérêt. C'est un fait constant que le taux de l'intérêt est plus élevé dans les pays soumis au régime du papier monnaie que dans ceux dont le régime monétaire est sain. Les prêteurs cherchent dans cette hausse une prime d'assurance contre le risque d'une nouvelle dépréciation monétaire et s'efforcent de conserver ainsi leur revenu réel. Par suite de l'élévation du prix des marchandises, les capitaux disponibles abandonnent les valeurs à revenu fixe et se portent

vers les valeurs à revenu variable. Il en résulte un relèvement du taux des emprunts publics et une baisse des cours des emprunts émis.

L'Etat, lorsqu'il fait appel au marché des capitaux, subit donc les conséquences de la hausse du loyer de l'argent. De plus, en supposant que l'inflation soit arrêtée à un point déterminé, la charge que constitue la dette publique se trouvera formidablement accrue car si une politique de revalorisation monétaire intervient, il faudra rembourser en or des emprunts qui ont été contractés en monnaie dépréciée.

§ 5. — *Conséquences sociales et morales de l'inflation*

Voyons maintenant quelles sont les conséquences sociales et morales de l'inflation. Elles sont lamentables. L'inflation dans ses résultats aboutit non pas tant à détruire des richesses qu'à en effectuer le transfert d'une classe à une autre. On assiste à une expropriation générale des créanciers au profit de leurs débiteurs. Une catégorie sociale se trouve ruinée alors qu'une autre s'enrichit injustement.

Entre toutes les catégories sociales qui souffrent de l'inflation, le milieu social des classes moyennes surtout est atteint par cette expropriation. Ce même milieu souffre particulièrement de la hausse des prix et de l'accroissement des charges fiscales auxquelles il lui est difficile d'échapper.

Si la dépréciation de la monnaie devait s'accroître, il serait à craindre que ces classes ne fussent tout à fait

prolétariées. C'est là un grave danger aussi bien au point de vue économique qu'au point de vue social. C'est principalement dans ces milieux, en effet, que le pays recrute ses savants, ses artistes, les cadres de son armée et de son administration, le personnel technique nécessaire à la marche des grandes entreprises. La disparition même partielle de cette élite risquerait de vouer le pays à une véritable régression économique et intellectuelle.

D'autres phénomènes que l'on peut constater tels que la concentration des grandes entreprises, la concentration des fortunes sous la forme de valeurs mobilières méritent d'attirer l'attention. Cette concentration commencée bien avant la guerre s'est beaucoup accélérée depuis 1914. Si elle devait encore s'accroître, on risquerait de trouver un jour dans la nation, d'un côté une oligarchie financière toute puissante, de l'autre un vaste prolétariat réunissant tous les travailleurs manuels et intellectuels, sans aucune classe de transition. Cette situation serait certainement la source de troubles sociaux aigus comportant les conséquences les plus graves pour l'avenir du pays.

Nous n'insisterons pas sur la situation précaire faite par l'inflation aux Etablissements de bienfaisance, aux œuvres charitables, aux caisses de retraites, aux musées, aux Sociétés savantes. Toutes ces institutions ont vu en effet leurs ressources, qui étaient à peu près fixes, amputées des deux tiers ou des trois quarts par la dépréciation monétaire.

Les conséquences morales de l'inflation ne sont

pas les moins graves. On assiste à un abaissement général de la moralité publique, à la corruption des mœurs. L'esprit d'économie, d'épargne disparaît; les idées de prodigalité se donnent libre cours. Le goût de la spéculation, du jeu, se répand dans le public. L'espoir du gain facile, du gain sans effort, remplace l'espoir du profit consacrant un travail honnête et consciencieux. Alors que certains sont ruinés ou appauvris, d'autres édifient des fortunes scandaleuses car la hausse des prix permet une spéculation effrénée. C'est le règne du profiteur, mais c'est aussi la misère ou la gêne pour le plus grand nombre.

L'inflation fut sévèrement condamnée à la Conférence Internationale de Bruxelles, convoquée par la Société des Nations du 24 septembre au 8 octobre 1920. En France, au cours de la « Semaine de la Monnaie » organisée en juin 1922 par des Groupements Industriels et Commerciaux, les congressistes ont critiqué durement cette politique monétaire.

Si l'inflation fut recommandée sous une forme ou sous une autre par certains publicistes, ce fut surtout comme un moyen de reconstituer les régions dévastées dans le minimum de temps. L'effondrement de la couronne autrichienne et surtout l'effondrement du mark allemand ont ouvert les yeux de ceux qui se laissaient bercer par les résultats bienfaisants d'une inflation même savamment dosée. Les illusions ont fait place à la rude réalité.

L'expansion illimitée des moyens de paiement n'ajoute rien au pouvoir d'achat total de la collecti-

vité; elle a donc comme conséquence inéluctable la réduction du pouvoir d'achat de chaque unité monétaire. L'inflation, contrairement à ce que croient certains, n'accroît pas les richesses; elle provoque simplement leur transfert entre les différentes catégories sociales.

L'emprunt à la circulation effectué au moyen de l'émission de billets non gagés ayant cours légal et cours forcé est un abus de confiance du droit régalien. C'est « une transformation moderne de l'ancienne altération des monnaies mais ses effets sur l'économie privée sont plus dévastateurs. » (1). Il constitue à la fois un emprunt forcé à l'ensemble de la nation et un impôt empirique sur le capital, mais il est à remarquer que l'incidence de cet impôt est des plus inégales.

L'inflation apporte à son début une certaine activité à la production, mais c'est une activité assez factice. Au surplus, elle ne se maintient que si l'inflation est continue. Pour goûter tous les avantages de l'inflation, il faut donc la poursuivre jusqu'à son aboutissement fatal, l'anéantissement complet du billet.

L'inflation considérée comme moyen de politique financière n'apporte qu'un soulagement passager à un pays. Elle ne résout pas les difficultés. Elle ne fait que les ajourner (2).

L'inflation est un grand mal. Ce fut peut-être un

(1) Voir Wagner. *Traité de science financière. Le Crédit public.*

(2) Voir Voltaire. *Le Siècle de Louis XIV.* Voltaire définissait ainsi le procédé de l'augmentation des monnaies : « une ressource fatale par laquelle le roi était soulagé un moment pour être ruiné ensuite. »

mal nécessaire au cours de la guerre puisqu'il procura au pays les ressources qui lui faisaient défaut, mais c'est un remède désespéré qui peut trouver sa justification seulement lorsque le salut du pays est en jeu.

En période de paix, c'est un devoir absolu pour un pays de ne chercher ses ressources que dans l'impôt et de faire appel, si l'impôt est absolument impossible ou insuffisant, uniquement à l'emprunt classique.

TITRE II

Stabilisation monétaire. Déflation ou Dévaluation

CHAPITRE PREMIER

DES MOYENS D'OBTENIR LA STABILISATION MONÉTAIRE

Les maux de l'inflation sont donc multiples : hausse des prix, des changes internationaux, troubles apportés à la production et à la répartition des richesses, amoindrissement de la fortune nationale, inégalités économiques encore aggravées par l'injustice fiscale, troubles politiques, sociaux, écrasement de la bourgeoisie.

L'instabilité monétaire résulte de la faillite de la monnaie nationale par rapport à l'or, et de la diminution du pouvoir d'achat de l'or lui-même si l'on considère sa valeur exprimée en marchandises. On conçoit qu'un des principaux soucis des Gouvernants ait été de remédier à cette instabilité des prix et des changes. Les prix et les changes ne peuvent recouvrer un certain équilibre qu'avec le rétablissement de l'or comme étalon monétaire. Tout le monde est d'accord

sur ce point essentiel, mais les opinions se partagent dès qu'on envisage les moyens de revenir à l'étalon d'or. En effet, le choix de ces moyens suscite de nombreuses difficultés, car la situation politique, commerciale et industrielle de chaque pays doit être prise en considération.

Le retour à l'or peut se concevoir de plusieurs manières, soit brusquement jusqu'au pair, soit par étapes, soit même par la création d'une nouvelle monnaie.

Bien entendu, il ne saurait être question de revenir brusquement au pair. Les conséquences économiques et financières d'un redressement aussi rapide seraient telles qu'on se trouverait bientôt en présence d'une crise des plus graves. C'est là une hypothèse irréalisable à laquelle il est inutile de s'arrêter plus longtemps.

Deux méthodes seulement peuvent donc être retenues pour le rétablissement de l'or comme étalon monétaire : a) une politique de redressement visant au retour de la monnaie au pair par la déflation qui s'effectuerait lentement et graduellement; b) une politique poursuivant le retour immédiat à l'étalon d'or par la création d'une nouvelle monnaie.

La première méthode serait une œuvre de longue haleine, la seconde qui consiste en une réforme énergique et profonde devrait, selon ses protagonistes, améliorer d'un seul coup la situation. Ce sont deux politiques qui se heurtent, chacune ayant de chauds partisans et des détracteurs passionnés.

En ce qui concerne la déflation, il importe d'abord de poser nettement le problème. Dire qu'on veut ramener le franc au pair, ce n'est pas vouloir le ramener à sa valeur d'avant-guerre. Le pouvoir d'achat de l'or a diminué depuis 1914. L'or n'achète plus la même quantité de marchandises qu'avant la guerre. Il est naturel qu'il en soit ainsi. Depuis 1914, l'or n'a pu jouer son rôle de substratum de la monnaie qu'aux Etats-Unis, et sa grande abondance dans ce pays a contribué à la diminution de son pouvoir d'achat. Pour l'instant, l'or s'identifie à la valeur du dollar et sa dépréciation est mesurée par la hausse des prix aux Etats-Unis.

Voici quelles ont été les fluctuations de la valeur de l'or exprimée en marchandises.

	Index des prix (1)		Valeur de l'or
Année 1913 (année de base)	100	correspondant à	100
1917	177	»	56,5
1918	194	»	51,5
1919	206	»	48,5
1920	226	»	44,2
1921	147	»	68,
1922	149	»	67,1
1923	154	»	64,9
1924	150	»	66,6

(1) Bureau of labour statistics.

Dans les circonstances actuelles, l'effort à assumer dans le redressement de notre monnaie dépendrait donc de la politique monétaire aux Etats-Unis. Si l'on assistait à une hausse des prix aux Etats-Unis, cet effort serait naturellement moins considérable qu'au cas où surviendrait une baisse des prix en Amérique.

CHAPITRE II

LA DÉFLATION ET SES AVANTAGES

§ I. — *Des différentes sortes de déflation*

Que faut-il entendre par déflation ?

La circulation monétaire d'un pays, envisagée comme pouvoir d'achat immédiat de la communauté comprend :

a) La monnaie légale représentée par les billets en circulation.

b) Toutes les promesses de paiement en monnaie légale constituées par les disponibilités en banque utilisables par chèques.

La déflation consiste essentiellement dans la destruction du pouvoir d'achat artificiel qui avait été créé par l'inflation. Il existe plusieurs modes de déflation différents par leur nature et leurs effets (1).

1° La déflation monétaire radicale comportant la réduction matérielle des billets émis par la Banque Centrale. Elle consiste dans le retrait des billets et la destruction définitive du pouvoir d'achat qui avait été créé par l'inflation.

(1) Sur les différentes acceptions du terme « déflation » voir l'ouvrage de M. Charles Rist : *La déflation en pratique*.

2° La déflation monétaire atténuée comportant le remboursement à la Banque Centrale des avances consenties à l'Etat par l'émission de billets ou l'octroi de crédits. Les moyens de paiement ne sont pas en principe détruits définitivement mais peuvent être remis en circulation pour satisfaire aux besoins du commerce.

3° La déflation financière comportant le remboursement des crédits qui avaient été consentis par les Banques pour permettre à leur clientèle de souscrire aux titres d'emprunts de guerre ou aux Bons du Trésor.

4° La déflation de crédit qui est la réduction spontanée de la circulation due à une baisse générale des prix, cette baisse des prix étant provoquée elle-même par une crise économique de surproduction.

Quels sont les moyens qui peuvent être mis en œuvre pour arriver à la déflation ? Ces moyens dépendent naturellement des procédés d'inflation pratiqués dans chaque pays. Un économiste anglais, M. Gibson, en énumérait quatre dans une communication à « l'Association pour l'avancement des sciences », à Cardiff, en août 1920.

1° La réduction de la puissance d'achat de la collectivité qui peut être obtenue par :

- a) la réduction des crédits des banques;
- b) la vente effectuée dans le marché par les banques, des titres qu'elles ont en portefeuille;
- c) le remboursement des avances faites par la Banque d'Emission à l'Etat;

d) la réduction de la circulation fiduciaire obtenue au moyen de l'échange des billets contre des titres de rente à bas intérêt, de l'emprunt volontaire ou de l'emprunt forcé.

2° La consolidation de la dette flottante.

3° La réduction des dépenses publiques de façon à réaliser l'équilibre budgétaire.

4° L'augmentation de la production sans accroissement correspondant des salaires.

M. Gibson, dans son étude des méthodes de déflation, prenait naturellement comme champ d'expérience l'Angleterre où l'inflation s'est développée surtout sous la forme de crédits de banque édifiés les uns sur les autres.

Voyons maintenant comment la déflation peut être envisagée, dans le cas particulier de notre pays. Le processus de la déflation serait, selon ses protagonistes, le suivant :

L'Etat verse chaque année, à la Banque de France, en remboursement des avances qu'il en a reçues, une somme de X, qui permet la destruction d'autant de billets. Par exemple, si l'Etat exécute rigoureusement la convention de décembre 1920, il se libérera sur la base d'un remboursement annuel de 2 milliards, de sa dette à la Banque en 12 ans. Il en résultera un accroissement automatique de la proportion de l'encaisse aux billets en circulation. La circulation qui dépasse actuellement 40 milliards sera finalement réduite à 17 milliards de billets, lesquels seront tous

émis en représentation de valeurs réelles, encaisse métallique et portefeuille commercial.

Ces remboursements annuels devront être accompagnés d'un strict équilibre de la balance des comptes pour lequel toutes les mesures nécessaires seront prises. La diminution continue des moyens de paiement abaissera le niveau intérieur des prix et cet abaissement, favorisant les exportations, provoquera à son tour la hausse du cours du change.

L'amélioration graduelle et certaine du franc incitera de nombreux capitalistes à acheter des francs (Bons de la Défense Nationale ou rentes françaises). Ces demandes importantes de Bons permettront à l'Etat de diminuer l'intérêt qui leur est bonifié, d'où une économie notable pour le Trésor. L'excellence du placement constitué par les Bons de la Défense mettra le Trésor à l'abri de la grosse menace d'une demande subite de remboursement de ces bons.

La baisse de l'intérêt entraînera la hausse des rentes au-dessus du pair, ce qui rendra possible les conversions. La dette publique intérieure sera ainsi allégée.

Enfin, en raison de la hausse du franc, la dette extérieure, dans la mesure où nous aurions à l'acquitter, constituera une charge de moins en moins lourde.

C'est là, disent les partisans de la déflation, la politique à suivre, la seule possible, qui réparera les maux et les injustices apportés par l'inflation.

§ II. — *Les avantages de la déflation
et les critiques de M. Keynes*

Les arguments principaux des déflationnistes sont au nombre de trois.

1° Le retour d'une monnaie à sa valeur d'avant-guerre rendrait au pays son prestige financier et rétablirait la confiance entamée par la dépréciation monétaire.

2° Le maintien de la valeur en or d'une monnaie de papier au plus bas niveau atteint au cours de sa dépréciation serait une injustice pour la classe des rentiers et pour tous ceux dont le revenu s'exprime en termes de monnaie.

3° La main-d'œuvre vivra à meilleur compte. Les marchandises étrangères seront moins chères. La charge des dettes étrangères fixées en or sera moins lourde.

A ces raisons invoquées pour justifier une politique de déflation, M. Keynes, le grand économiste anglais, fait les critiques suivantes.

Pour ce qui est du prestige que donnerait à un pays le retour de sa monnaie à la valeur d'avant-guerre, M. Keynes montre une médiocre estime pour ce sentiment. Il est d'avis que des pays comme la Grande-Bretagne, la Hollande, la Suède, la Suisse, l'Espagne peuvent faire intervenir cette question de prestige, mais que des pays comme la France ou l'Italie, ne peuvent ni ne doivent en tenir compte. Il écrit notamment à ce sujet : « L'Italie ne serait pas plus riche ou

« plus glorieuse en élevant la lire à 60 par livre sterling que de la fixer à 90. »

L'opinion de M. Keynes appelle à notre sens certaines réserves. Il serait excessif, croyons-nous, de voir dans les tentatives d'un pays pour améliorer sa monnaie, uniquement la marque d'un certain sentiment de gloire. Tout Etat pour vivre et prospérer a besoin d'un bon crédit à l'intérieur des frontières comme à l'extérieur. On ne peut donc que le féliciter de toutes les mesures qu'il prendra en vue de maintenir ce crédit et de l'améliorer ou bien en vue de le rétablir s'il a été entamé. D'ailleurs, si l'on songe aux efforts et aux sacrifices qui sont nécessités par une politique de déflation, on admettra qu'un pays qui s'engage dans cette voie ardue de redressement financier, est digne de respect.

En ce qui concerne l'argument selon lequel la déflation est un acte de justice, de réparation envers les rentiers, M. Keynes pour le réfuter oppose les rentiers aux contribuables, et il affirme qu'il est impossible, pour donner satisfaction aux rentiers, de faire peser de trop lourdes charges sur les contribuables. Ici, il est bon de remarquer que si un pays cherche à rehausser la valeur de sa monnaie et s'il en résulte une amélioration du sort des rentiers, cette amélioration ne constitue pas dans son ensemble un avantage immérité pour une classe de citoyens. Elle ne fait que réparer un préjudice dont ont souffert injustement ces citoyens pendant la période de dépréciation monétaire.

M. Keynes discutant le droit des rentiers à une répa-

ration ajoute qu'en réelle justice si les rentiers ne devaient subir aucun préjudice, il serait nécessaire de restaurer le pouvoir d'achat de la monnaie à sa valeur d'avant guerre exprimée en marchandises. Or c'est là une mesure que rien ne propose. De plus, écrit-il, on ne peut dire que la justice a été violée, car les contrats n'ont pas été établis en monnaie d'or, mais en monnaie légale.

L'argument de M. Keynes par lequel il oppose les intérêts des contribuables à ceux des rentiers perd beaucoup de sa valeur, si l'on considère qu'en France, les contribuables sont souvent des porteurs de titres d'emprunts publics. Ils profiteront donc comme rentiers de ce qu'ils paieront comme contribuables. En outre, pour apprécier les avantages d'une politique monétaire, il ne faut pas envisager seulement tels intérêts particuliers qui peuvent se trouver lésés, mais l'intérêt général.

Quant aux avantages attendus pour les travailleurs d'une appréciation de la monnaie, M. Keynes fait les objections suivantes.

Si la monnaie d'un pays, dit-il, augmente de valeur, elle vaudra plus pour les marchandises, aussi bien que pour le travail et alors les salaires baisseront. En même temps, si les marchandises importées coûtent moins cher, le montant des exportations qui servent à régler les importations deviendra moins élevé comme ces dernières. Nous verrons plus loin si les remarques de M. Keynes sont justifiées.

CHAPITRE III

LES ARGUMENTS DES ADVERSAIRES DE LA DÉFLATION

Examinons maintenant quelles sont les objections faites au principe même de la déflation. Nous supposons dans notre étude que la déflation peut s'effectuer normalement, c'est-à-dire que toutes les conditions d'une telle politique monétaire sont réalisées.

Certains arguments des adversaires de la déflation furent déjà invoqués par les membres du Congrès Américain en 1865, après la guerre de Sécession, pour repousser les mesures proposées par Mac Culloch, secrétaire de la Trésorerie Américaine en vue de la réduction de la circulation et de la reprise des paiements en espèces.

1° La déflation entraînera la baisse des prix

La réduction du pouvoir d'achat mis à la disposition de la communauté provoquera la baisse des prix. Les acheteurs se déroberont dans l'espoir d'acheter à des prix inférieurs. Les producteurs qui ont acquis leurs matières premières à un prix élevé seront placés dans une situation très difficile et l'équilibre actuel, tout relatif d'ailleurs, basé sur les hauts prix, se trouvera

rompu. Les bénéfices seront diminués car les frais généraux ne pourront pas être réduits.

La baisse des prix aura des répercussions très graves sinon désastreuses et la dépression commerciale aboutira sans aucun doute à une crise économique des plus aiguës entraînant de nombreuses faillites et un chômage prolongé. Les producteurs étant exposés à de lourdes pertes, personne ne voudra prendre l'initiative de fonder de nouvelles affaires. On assistera alors à une véritable stagnation commerciale et industrielle. Les consommateurs qui devraient profiter de la baisse des prix risqueront donc d'en souffrir, en qualité de producteurs ou de salariés.

Cette question de la baisse des prix mérite d'être analysée avec soin, car elle constitue la principale objection faite à la déflation.

Tout d'abord une remarque s'impose. Depuis l'armistice, l'industrie française a bénéficié, ne l'oublions pas, de conditions particulièrement favorables, tenant à la hausse des prix, au débouché incomparable qu'ont présenté les régions dévastées, et à l'absence de la concurrence étrangère évincée, grâce à un régime douanier protecteur. Les producteurs ont donc quelque peu perdu de vue la notion du prix de revient, mais ce sont là des conditions exceptionnelles à la disparition desquelles il faut de toute façon se préparer. Lorsque le pays sera revenu à des conditions économiques normales, le producteur devra travailler avec soin à la compression de son prix de revient, et il pourra trouver

dans la réduction de ses frais une compensation à la baisse des prix.

D'ailleurs, même avec le retour au paiement en espèces, les prix ne seraient pas ramenés au niveau d'avant-guerre. Un certain fond de hausse dû à la guerre — charges fiscales, cherté de la main-d'œuvre — demeurerait, constituant un résidu irréductible. Ces deux éléments d'une compression difficile empêcheront donc une baisse trop rapide des prix.

Un autre facteur servira de frein à la baisse. La déflation entraînera la hausse du loyer de l'argent et la compression des crédits accordés au commerce et à l'industrie. Nous faisons abstraction des conséquences que peut entraîner pour l'économie nationale une restriction des crédits, mais cette restriction constituera en elle-même un facteur de hausse des marchandises venant contrebalancer la tendance à la baisse.

En outre, en ce qui concerne l'influence sur les prix du retrait de billets effectué au moyen du remboursement annuel à la Banque d'Emission, les points suivants sont à noter. Tous les billets émis ne circulent pas effectivement; beaucoup sont thésaurisés surtout par les classes agricoles et sont susceptibles de revenir en période normale dans la circulation. De plus, les billets remboursés par l'Etat à la Banque ne sont pas détruits définitivement puisqu'il s'agit d'une déflation modérée. Les billets seront donc disponibles pour les opérations commerciales et la marge d'élasticité de notre circulation fiduciaire sera accrue dans une mesure très sensible.

Les craintes manifestées par le commerce et l'industrie à l'égard d'une grande baisse des prix paraissent exagérées. Cette appréhension serait justifiée si un programme de déflation rapide et radicale était appliqué, mais il est permis d'estimer qu'avec une déflation lente, mesurée, la baisse des prix ne serait pas assez considérable pour provoquer une crise mettant en danger l'équilibre économique du pays. La baisse pourrait être lente, graduée et permettrait aux commerçants et aux industriels de faire leurs prévisions en conséquence. De même que les producteurs ont travaillé pendant l'inflation au prix de remplacement, ils travailleraient de façon identique au cours de la déflation. Pour obvier aux dangers inhérents à une baisse trop rapide des prix, M. Lescure a préconisé une organisation de la baisse des prix. Tous les trois mois ou les six mois, le cours du dollar serait réduit de 0,50 par exemple. Les négociants importateurs et les exportateurs avertis à l'avance des variations des cours du dollar opéreraient ainsi en pleine sécurité.

Il ne faut pas oublier non plus que la hausse des prix de détail résulte non seulement de l'augmentation du coût de production, mais aussi des bénéfices souvent exagérés prélevés par le commerce de détail. Avec une baisse des prix due à la revalorisation monétaire, le producteur proprement dit peut donc être relativement épargné par rapport au détaillant, qui lui, sera contraint de revenir à un profit normal.

Une autre question se pose. Le commerce et l'industrie ont-ils vraiment intérêt à voir se perpétuer

des prix surélevés ? Il existe, il est vrai, un préjugé tenace en faveur des hauts prix, mais ce préjugé est-il justifié ? Si la spéculation a de bonnes raisons d'appréhender la baisse, les producteurs et les marchands paraissent la craindre à tort.

La baisse des prix, surtout celle des articles de première nécessité, sera profitable à la grande masse des consommateurs et c'est là un résultat excellent. N'est-ce pas, comme le disait Bastiat, du point de vue du consommateur, qu'il convient d'envisager et de résoudre le problème économique ? Les bas prix accroîtront également la somme possible de dépenses d'une classe importante de consommateurs, les bénéficiaires de revenus fixes. Ceux-ci pourront donc acquérir plus de produits ou de services, et cette augmentation des débouchés accroîtra la production.

Un grand danger, cependant, il ne faut pas se le dissimuler, menacerait le commerce et l'industrie au cours de la déflation. Beaucoup d'entreprises commerciales et industrielles, certaines Banques ont, après l'armistice, accru leurs charges dans une proportion considérable (augmentations de capital souvent réalisées sous la forme d'émissions d'actions avec une faible prime au-dessus du pair, ou même sous la forme de distributions d'actions gratuites — émissions d'obligations). Ce développement des émissions s'explique par plusieurs raisons.

Les industries qui avaient travaillé pendant la guerre pour la fourniture de matériel et de munitions

ont dû, après l'armistice, réadapter leurs installations, leur outillage aux fabrications de paix. Les immobilisations furent ainsi accrues dans de fortes proportions et parfois la préoccupation d'échapper à l'impôt sur les bénéfices de guerre ne fut pas étrangère à l'extension des installations.

De plus, au fur et à mesure de la hausse des prix, les fonds de roulement se trouvaient peu à peu insuffisants et le maintien de ces fonds de roulement au niveau indispensable permettant la bonne marche de l'entreprise, devait nécessiter des appels de capitaux, car les crédits en banque eussent été insuffisants.

La hausse des prix a donc obligé les producteurs à emprunter. Ces demandes de capitaux se produisant au moment même où l'Etat, devant la carence de l'Allemagne, se voyait contraint pour relever les ruines de la guerre, de faire des appels répétés à l'épargne, il en est résulté une hausse du taux de l'intérêt qui de 6 est passé successivement à 7, 8 et atteint maintenant 9 et 10 %. Un intérêt aussi élevé constitue une lourde charge et pèse d'un poids très lourd sur le commerce et l'industrie nationale.

On peut concevoir quelques inquiétudes si l'on envisage les conséquences qu'aurait pour ces entreprises une revalorisation monétaire. Au prix de revient viendra s'ajouter la charge supplémentaire constituée par la rémunération et l'amortissement en monnaie forte de capitaux empruntés en monnaie affaiblie.

Si ces producteurs se sont créé des débouchés,

s'ils ont amélioré leurs prix de revient, l'adaptation aux nouvelles conditions sera plus facile; mais les débouchés se sont restreints en raison de la vague de protectionnisme qui s'est abattue sur le monde et des tarifs protecteurs dont s'entoure chaque pays. Dans l'hypothèse contraire, les entreprises peuvent se trouver dans l'impossibilité de rémunérer un capital élevé et leur situation deviendrait vite très délicate. Une baisse du loyer de l'argent atténuerait peut-être les conséquences défavorables d'une revalorisation du franc, car elle permettrait par la hausse des obligations en Bourse le remboursement anticipé de ces titres (que beaucoup de sociétés ont prévu dans les clauses d'émission) et leur remplacement par des titres de revenu moins élevé. Si cette réduction légale des charges était impossible, sans doute faudrait-il envisager pour certaines affaires une réduction forcée du capital et de l'intérêt de la charge obligataire.

De toute façon, il semble bien que de nombreuses entreprises seraient contraintes de procéder à une opération inverse de celles qui furent effectuées en 1919-1920. Au lieu d'une augmentation de capital, il leur faudrait se résoudre à une réduction.

*2° La déflation, par la hausse de la monnaie
qui en résultera, accroîtra les importations
et diminuera les exportations*

Cette observation est exacte. La hausse de la monnaie sera en effet un stimulant aux importations et

pourra provoquer la réduction des exportations. Mais ce renversement des courants commerciaux dans nos échanges extérieurs ne deviendrait bien accusé que si la revalorisation monétaire était très rapide; nous avons vu que cette hypothèse n'était pas à envisager.

La situation qui serait faite à certains producteurs par la hausse du franc serait néanmoins, comme nous l'avons vu, fort délicate. La compression des prix de revient devra être poursuivie avec énergie. De plus, il est indéniable que de gros efforts seront nécessaires si l'on veut maintenir et accroître les débouchés existants; mais ces efforts ne paraissent pas au-dessus des moyens et de la volonté des producteurs nationaux.

3° *La contraction monétaire réduira les recettes publiques*

La baisse des prix provoquera une diminution nominale du rendement des impôts, car les impôts sont en grande partie proportionnels à la valeur exprimée en unités monétaires de la matière imposable. Cet argument est fondé, mais les facteurs suivants viendraient contrecarrer cette réduction.

a) La baisse des prix permettrait, dans une certaine mesure, une augmentation de la consommation par suite de l'accroissement du revenu réel des rentiers, des pensionnés, d'où amélioration du rendement des impôts indirects.

b) La baisse des prix permettrait une multiplication des opérations industrielles et commerciales, un

développement des échanges. Les impôts assis sur le revenu direct, d'abord atteints par la baisse des prix, auraient donc tendance à se relever au fur et à mesure de l'accroissement des revenus.

c) Il convient de remarquer que si le produit de quelques impôts, impôt sur le revenu, droits de mutation, impôt sur le chiffre d'affaires, fléchissait par suite de la baisse des prix, par contre une grande partie des impôts en France est perçue d'après des bases fixes et leur rendement est indépendant des variations de la valeur du franc.

d) Il faut aussi tenir compte que le développement de la richesse publique provoque un accroissement normal et continu du rendement des impôts.

4° A côté des recettes réduites, les dépenses resteront sensiblement invariables. L'Etat se trouvera dans l'impossibilité d'assurer le service de la dette publique. Il serait de plus injuste qu'il payât en francs appréciés, les intérêts d'emprunts contractés en francs dépréciés.

Si l'on veut bien se représenter que le revenu de la France était évalué, avant la guerre, entre 35 et 40 milliards de francs-or, et si l'on admet que le revenu national est sensiblement le même actuellement, il paraît difficile, à première vue, d'alimenter avec un pareil revenu, un budget de près de 35 milliards, si ces

35 milliards étaient représentés par des francs appréciés. On aboutirait alors à la mise en esclavage des contribuables par les rentiers.

On doit faire ici les remarques suivantes. Dans le calcul de la proportion des charges fiscales au revenu national, le chiffre du revenu estimé pour 1913 doit être grossi des sommes versées à titres d'arrérages de pensions, de retraites. Le prélèvement opéré sur le revenu du pays sera donc moins considérable qu'on ne serait tenté de le croire tout d'abord.

Il ne faut pas oublier non plus que l'or a perdu de son pouvoir d'achat et que le revenu actuel d'une Nation, en supposant qu'il soit égal à celui de 1913, est exprimé en valeur or par une fois et demie environ son chiffre d'avant-guerre.

Certains économistes ont fait aussi observer que de novembre 1920 à avril 1922, le franc était monté de 31 à 48 centimes or, soit de plus de 50 % sans apporter aucun trouble dans le fonctionnement des recettes et des dépenses publiques. L'exemple n'est pas très bien choisi, car pendant cette période, la France a couvert ses insuffisances budgétaires par l'emprunt. On ne peut donc en tirer aucune conclusion quant à la possibilité de maintenir l'équilibre budgétaire au cours de la déflation.

Est-il vrai que les dépenses publiques doivent, au cours de la déflation, rester sensiblement invariables ? Les dépenses budgétaires ne sont pas incompressibles. De même que l'Etat, le plus gros consommateur du

marché, a souffert de la hausse des prix au moment de l'inflation, il bénéficiera de la baisse pour ses achats de fournitures. De plus, les appointements des fonctionnaires pourront être réduits, surtout si le projet ayant trait à la réforme administrative, depuis si longtemps attendue, vient à être exécuté.

Un obstacle redoutable arrête les efforts de compression des dépenses de l'Etat, c'est la dette publique dont la charge, en principe, ne peut être diminuée. Selon l'opinion de M. Germain Martin, la seule solution possible permettant d'appliquer avec succès la déflation est que les citoyens acceptent une réduction du taux des rentes parallèle à l'amélioration du franc pour tous les titres souscrits à des époques où le franc-papier était dévalué. Cette mesure ne ferait subir aucun préjudice aux rentiers, car s'ils recevaient moins de francs, ces francs auraient chacun un pouvoir d'achat plus grand, de sorte que la diminution de l'intérêt ne serait que nominale; la valeur réelle de l'intérêt subsisterait ou serait peut-être même accrue. Une pareille mesure paraît cependant difficilement applicable, car elle ne serait ni comprise ni acceptée par l'opinion publique. Le Parlement a déclaré à plusieurs reprises que l'Etat Français ne pouvait renier sa parole et se dérober aux engagements qu'il avait assumés.

En réalité, les perspectives les plus heureuses qui s'offrent pour l'Etat dans l'allègement normal de sa dette résident peut-être, croyons-nous, dans une réduction du loyer de l'argent. Certes, aussi longtemps

que la reconstitution des pays dévastés ne sera pas complètement terminée et que l'Etat sera toujours sur le marché le plus gros emprunteur de capitaux, il ne saurait être question d'envisager une réduction du loyer de l'argent, mais lorsque les appels de l'Etat au crédit auront cessé, une baisse du taux de l'intérêt est possible.

La conséquence serait une hausse des rentes pouvant mener les cours au-dessus du pair. Alors, les conversions seraient rendues possibles. L'Etat, en remboursant les rentiers, leur offrirait de rester ses créanciers, mais à condition de se contenter d'un intérêt moindre. L'Etat profiterait de l'amélioration de la situation économique du pays pour alléger sa dette, en usant d'un droit qu'il s'est réservé de tout temps.

5° La déflation empêchera la réalisation de tout emprunt

L'Etat a besoin de ressources pour terminer la restauration des régions dévastées. La déflation provoquera le renchérissement de l'argent, ce qui obligera l'Etat à offrir pour ses emprunts un intérêt très élevé onéreux par conséquent pour le pays. De plus, quelles que soient les conditions d'émission, prétendent les adversaires de la déflation, il n'y aura pas de souscripteurs car les moyens de souscription feront défaut et les capitalistes ayant des disponibilités préféreront s'abstenir. Ici encore, l'objection faite à la déflation n'a sa valeur que si l'on envisage une revalorisation ra-

pide du franc; or c'est une déflation lente, mesurée qui est en jeu. Peut-on croire qu'en période de prix élevés une opération de consolidation serait plus facile ?

*6° La déflation retirera au marché les moyens
de règlement qui sont indispensables
pour assurer les échanges*

A ceci on peut répondre que les billets de banque et la monnaie métallique ne sont pas les seuls moyens de règlement. En dehors des billets, on a les chèques barrés, les virements, les compensations. Depuis la guerre, des tentatives, qui ont déjà donné des résultats satisfaisants, sont faites sur l'initiative de la Banque de France, pour répandre et intensifier parmi le public l'utilisation de ces moyens de règlement. Le rapport de la Banque de France au 31 décembre 1924 déclare que sur un mouvement général des caisses (recettes et paiements) de frs 1.994.325.119.400, la part des règlements opérés sans mouvement d'espèces atteint plus de 86 %.

Il serait excessif de croire qu'une circulation abondante de billets est indispensable au règlement des échanges. L'exemple de l'Angleterre qui a merveilleusement intensifié le système de règlements par virements et compensations le montre suffisamment.

Les craintes touchant l'insuffisance des moyens de règlement paraissent donc peu justifiées, d'autant plus que la déflation serait échelonnée sur une longue pé-

riode, et qu'elle ne comporterait pas la destruction définitive des billets remboursés par l'Etat à la Banque. Les billets pourraient être, en cas de reprise des affaires, lancés dans la circulation par le canal de l'es-compte commercial.

*7° Au point de vue moral la déflation,
qui devait réparer les injustices, en créerait
de nouvelles.*

En effet, si l'inflation a entraîné la ruine des créanciers au profit des débiteurs, la déflation, par contre, aurait pour conséquence d'enrichir les créanciers au détriment des débiteurs. Les dettes contractées en monnaie dépréciée, en particulier certains emprunts, devraient être remboursées en monnaie d'une valeur supérieure. En outre, la charge de la dette publique irait sans cesse s'accroissant avec la revalorisation monétaire. Les impôts pèseraient de plus en plus lourdement sur les contribuables qui devraient donner à l'Etat la plus grande partie du produit de leur travail pour permettre le paiement des coupons de rente. L'élément actif de la nation devrait ainsi se sacrifier pour assurer la prospérité de l'élément rentier. Ce serait injuste, dit-on, d'autant plus qu'une grande partie des rentiers ont acquis leurs titres de créance dans une pensée de spéculation alors que la monnaie nationale était aux plus bas cours.

En ce qui concerne l'opinion présentant la restauration de la valeur de la monnaie comme une dette

d'honneur, un acte de réparation en faveur des créanciers qui ont tant souffert de la dépréciation monétaire, les adversaires de la déflation font la remarque suivante.

En allant au fond des choses, on s'aperçoit bientôt que les rentiers actuels ne sont pas les mêmes que ceux de 1914. Parmi les rentiers de 1914, les uns ont dû céder pour vivre leurs titres de créances et cette cession s'est traduite pour eux par une perte en capital qui est irrémédiable. D'autres, dont les créances venaient à terme, ont été remboursés au cours de la période de dépréciation; ils ont éprouvé une perte, mais cette perte est irréparable et aucune réforme monétaire ne peut les en dédommager. Tous ces rentiers sont devenus salariés ou producteurs, et en cas de revalorisation de la monnaie, ils devraient, après avoir beaucoup souffert de l'inflation, subir encore leur part du lourd fardeau que constituerait le service de la dette publique.

Cette remarque est exacte, mais les rentiers de 1914 sont plus nombreux qu'on le croit généralement (1). En outre, la dépréciation monétaire n'est pas intervenue d'un seul coup. Elle a été continue depuis l'armistice et elle a atteint tous les souscripteurs d'emprunts de guerre et d'après guerre. Par conséquent, les rentiers qui ont subi un préjudice du fait de la baisse

(1) Nous prenons le terme de rentier dans le même sens que celui adopté pour notre examen des conséquences de l'inflation.

du franc et qui sont toujours en possession de leurs titres de créances sont en nombre considérable.

Quant au préjudice que subiraient les débiteurs qui se sont engagés pendant la période de dépréciation monétaire, il est à noter que ces débiteurs devaient tenir compte des risques que comporterait pour eux une revalorisation monétaire. Les gouvernants, la grande presse se sont toujours attachés à démontrer que la dépréciation du franc n'était que temporaire, qu'elle était due à des circonstances occasionnelles, et que les efforts les plus vigoureux seraient poursuivis pour assurer le relèvement de notre monnaie.

Alors que rien avant la guerre ne faisait prévoir la baisse du franc, et que les contractants pouvaient, en toute bonne foi, négliger dans les conventions les conséquences des fluctuations monétaires pour l'exécution des contrats, les débiteurs qui contractent maintenant ne doivent pas perdre de vue dans leurs prévisions les conséquences d'une revalorisation monétaire. Dans la masse des débiteurs ayant contracté en période de dépréciation monétaire, certains ont escompté une accentuation de la dépréciation qui allégerait leurs engagements. Comme ils ont couru les bonnes chances d'une opération qui était susceptible de tourner à leur profit, il est normal qu'ils en partagent les mauvaises.

Pour atténuer les injustices résultant de la revalorisation monétaire, la solution suivante a été envisagée. Les Sociétés commerciales et industrielles, les chemins de fer établiraient, selon la date des émis-

sions, différentes catégories pour leurs obligations. On tiendrait compte pour ces titres de créances, de la valeur de la monnaie au moment où les créances sont nées.

Pour les contrats à long terme, s'élaborant en période de revalorisation du franc, on a suggéré, afin d'assurer une exécution équitable des contrats, de stipuler comme mode de paiement la remise d'un nombre d'unités monétaires correspondant à un poids d'or déterminé. Nous examinerons à part cette question du franc-or.

*8° La revalorisation monétaire est préjudiciable
aux ouvriers, car elle entraînera le chômage
et la baisse des salaires*

Comme nous l'avons vu, il y a tout lieu de croire qu'une politique de déflation efficace provoquerait, sinon une crise, tout au moins un certain ralentissement des affaires. Certains entrepreneurs se verraient placés, du fait de la baisse des prix, dans une situation difficile et peu à peu éliminés. Mais ces entrepreneurs, dont beaucoup sont venus sur le marché à la suite de la prospérité factice constatée après l'armistice, ne sont-ils pas destinés, en raison de leurs prix de revient élevés, à être tôt ou tard écartés fatalement, dans un régime de libre concurrence et de liberté, du champ de la production ? Il en résulterait peut-être un certain chômage, évènement toujours pénible pour la classe des travailleurs. Devant la nécessité absolue qui s'im-

poserait pour assurer la marche des entreprises, d'abaisser les prix de revient, les ouvriers se plieraient probablement d'eux-mêmes à une diminution inévitable des salaires, afin d'éviter les risques d'un chômage prolongé.

Les salaires ne baisseraient d'ailleurs pas dans la même proportion que les prix. Tooke, dans son « *Histoire des Prix* », observe qu'en période de revalorisation de la monnaie, le prix de la main-d'œuvre est le dernier à baisser. La même observation a été faite par M. Subercaseaux. Il en serait sans doute de même en France et, compte tenu de la baisse des prix, le salaire réel des travailleurs serait sinon accru, du moins vraisemblablement maintenu à son niveau actuel.

CHAPITRE IV

LA CONVENTION DU 29 DÉCEMBRE 1920

Les adversaires de la convention de décembre 1920 qui détermine les conditions de remboursement des avances de la Banque de France font à cette politique monétaire les objections suivantes d'ordre technique.

Le mode de déflation que constituent les remboursements de l'Etat à la Banque de France est un leurre.

La circulation ne se trouvera pas diminuée car les besoins du commerce nécessiteront la remise en circulation d'une grande partie des billets remboursés par l'Etat. C'est ce qui s'est produit en France depuis 1920.

Au début de janvier 1921, les billets en circulation s'élevaient à frs 38.589.593.950, et les avances à l'Etat à 26.250.000.000 millions.

L'Etat a remboursé :

Fin décembre 1921.....	2.000 millions
Fin décembre 1922.....	1.000 »
Fin décembre 1923.....	800 »
Fin décembre 1924.....	1.200 »

Soit en quatre ans.... 5.000 millions

Or, les billets en circulation, loin d'avoir diminué, s'élevaient en janvier 1925 à 40.800 millions environ.

Sur ce point, il semble utile d'apporter une précision. Entre les billets émis en contre-partie d'avances à l'Etat, et les billets émis par le moyen de l'escompte pour satisfaire aux besoins de la circulation, une distinction s'impose. Les premiers ne tirent leur valeur que de celle des billets précédemment émis, les autres lancés dans la circulation en représentation d'une valeur réelle ont leur valeur en eux-mêmes.

En réalité, l'accroissement des billets en circulation constaté depuis trois ans, en dépit des remboursements partiels de l'Etat à la Banque, est dû à la grande hausse des prix provoquée elle-même par la tension ininterrompue des changes.

Les index numbers sont passés de 337 en 1921 à 525 en janvier 1925.

On reproche aussi à l'Etat de rembourser ses avances à la Banque en empruntant dans le marché au moyen des Bons de la Défense ou des Bons à court terme. C'est là, dit-on, une mauvaise politique puisqu'on remplace un emprunt par un autre plus onéreux. L'Etat paie 3 % d'intérêts pour ses avances à la Banque de France et 4 1/2 % d'intérêts en moyenne sur les Bons de la Défense.

Nous devons remarquer que la majeure partie des remboursements s'est effectuée non par des prélèvements sur les disponibilités de la Trésorerie, mais par des prélèvements sur le fonds d'amortissement institué par M. Ribot.

Le tableau ci-après montre les modalités des remboursements :

Années	Par prélèvements sur le compte d'amortissements	Par prélèvements sur les disponibilités de la Trésorerie	Total millions
En 1921	1.279.322.171	720.677.828	2.000
En 1922	806.019.334	193.980.665	1.000
En 1923	794.510.285	5.489.714	800

A la fin de 1924, le Trésor a remboursé 1.200 millions à la Banque en utilisant le produit de l'emprunt Morgan de 100 millions de dollars et en prélevant le solde sur le compte d'amortissements.

Les critiques soulevées par la politique de remboursement se sont fait jour au Parlement et dans les milieux d'économistes.

Lors de la discussion au Parlement, en décembre 1922, de la nouvelle convention entre le Gouvernement et la Banque de France, portant qu'exceptionnellement le montant du remboursement de l'Etat à la Banque serait réduit de 2 milliards à 1 milliard en 1922, M. Bokanowski, rapporteur du Budget, soulève dans son rapport la question de la suppression du remboursement des avances à la Banque et il déclare envisager avec inquiétude « l'échéance de 11 années « au bout desquelles l'Etat ne devant plus rien à la « Banque de France, le franc devrait, dans l'hypo- « thèse déflationniste, avoir retrouvé sa parité « d'avant-guerre, sa valeur-or. »

M. Maroni, adversaire déterminé de cette convention du 20 décembre 1920, qu'il accuse d'être la cause

des embarras financiers de l'Etat, en a fait le procès à maintes reprises dans ses intéressantes chroniques hebdomadaires des *Débats*. Parlant de la convention de 1920, il a écrit ce qui suit (1) : « Elle a fixé à 2 milliards « les remboursements annuels. Mais cette fixation est « arbitraire et n'a aucune base. On aurait pu tout aussi « bien prendre le chiffre de 1 milliard ou 5 milliards. « La possibilité des remboursements dépend des con- « ditions économiques et nous croyons avoir montré « que dans les circonstances actuelles, il est impossible « que le Trésor exécute les conventions. »

M. Maroni fait observer que depuis la guerre, le Trésor assume les fonctions de banquier. Il draine, par le mécanisme des Bons de la Défense, une grande partie des disponibilités du pays qui lui sont confiées par le public directement ou par l'entremise des Banques.

M. Maroni prétend que le public conserve uniquement par devers lui les billets dont il a besoin pour faire face aux échanges, le surplus des billets inemployés revenant automatiquement au Trésor sous la forme de souscriptions aux Bons de la Défense Nationale.

1° Les besoins de la circulation augmentent. Les Bons ne sont pas renouvelés à leur échéance; des fonds sont retirés des comptes-courants. L'Etat est contraint de faire appel à la Banque et de lui demander des billets, ce qui accroît le total des avances de la Banque à l'Etat.

(1) *Journal des Débats* (numéro du 7 juillet 1924).

2° Les besoins de la circulation restent stationnaires. Le montant des avances de la Banque à l'Etat est invariable.

3° Les besoins de la circulation diminuent. Les billets inemployés par le public refluent vers le Trésor. Les souscriptions aux Bons de la Défense Nationale excèdent les remboursements, le montant des avances à l'Etat diminue. C'est donc le public seul qui, d'après M. Maroni, règle selon ses besoins le niveau de la circulation, et non l'Etat.

Cette interprétation de M. Maroni a été désignée sous le nom de théorie du circuit fermé.

Si cette théorie est justifiée, on voit tout de suite les conséquences qui en découlent pour le mécanisme de la déflation en France. Il n'appartient pas à l'Etat de décider qu'il remboursera deux milliards chaque année à la Banque. En raison de la dette flottante énorme constituée par la masse de Bons de la Défense Nationale en circulation, la possibilité des remboursements est liée à une baisse des prix, laquelle, en diminuant les besoins d'instruments monétaires, provoquera un afflux de souscriptions nouvelles aux Bons de la Défense.

La théorie du circuit fermé est-elle exacte ?

Cette théorie correspondait peut-être à la réalité ces dernières années, alors que les Banques étaient les principaux souscripteurs aux Bons de la Défense. Actuellement, en raison des opérations d'escompte effectuées par les Banques, les particuliers fournissent le

principal contingent des souscriptions. Pour une grande partie du public, la souscription aux Bons de la Défense ne représente pas un emploi provisoire de disponibilités, mais un véritable placement. Ces particuliers sont donc guidés dans leurs souscriptions par l'opinion qu'ils ont du crédit de l'Etat. Une crise de confiance, même avec des prix stationnaires, peut provoquer un ralentissement des souscriptions aux Bons de la Défense et provoquer un accroissement des avances de la Banque à l'Etat. M. Maroni suppose la thésaurisation irréductible. La thésaurisation, dans des conditions normales de confiance et de stabilité, peut en effet rester à un niveau sensiblement invariable, mais depuis la guerre ces conditions sont loin d'avoir été réalisées. La thésaurisation a été sans cesse s'accroissant dans les classes agricoles depuis la fin de la guerre, et à partir de 1924, elle s'est généralisée dans la masse du public. Les billets excédant les besoins de la circulation ne reviennent donc pas aussitôt et automatiquement au Trésor. Ils y reviennent, certes, mais avec un retard quelquefois considérable.

Quoique la théorie du circuit fermé appelle quelques réserves, les critiques de M. Maroni à la convention de 1920 sont en partie motivées. En vérité, selon la règle consacrée par l'expérience, le remboursement de l'Etat à la Banque devrait, pour produire tout son effet, s'effectuer au moyen des seuls excédents budgétaires. Autrement, avec un budget en déséquilibre, l'aggravation des charges fiscales accroît les risques d'inflation. Mais comme nous le savons, tant que la

France, en raison de la carence de l'Allemagne, assumera la charge des réparations, il ne saurait être question pour elle d'excédents disponibles puisque toutes les ressources utilisables du Trésor sont consacrées en fait à la réparation des dommages de guerre. Les conditions d'une déflation vraiment efficace ne peuvent donc être réalisées avant que l'Etat ait cessé de faire appel à l'emprunt.

De plus, et c'est un point très important, même si cette politique de remboursement paraît onéreuse à première vue pour le Trésor, il ne faut pas oublier que l'Etat en recueille un bénéfice non seulement moral mais encore matériel. C'est un bénéfice qui n'est pas illusoire si l'on songe à quel point la situation financière et monétaire du pays dépend de la confiance de ceux qui lui ont fait crédit, tant à l'intérieur qu'à l'extérieur (souscripteurs de Bons de la Défense Nationale, détenteurs étrangers d'avoirs en francs).

On pourra dire peut-être que, du point de vue logique, ce bénéfice est immérité, mais dans le domaine du crédit, et c'est du crédit du pays qu'il s'agit, on doit tenir compte de l'opinion publique. Or, l'opinion en France et à l'étranger attache la plus grande importance aux remboursements de l'Etat à la Banque. On estime que cette politique, bien que mal servie par les circonstances, dénote tout au moins, de la part de ceux qui l'ont inaugurée, et de ceux qui entendent continuer son exécution, la volonté de poursuivre l'assainissement financier du pays. Cette volonté de remboursement a donc une action morale des plus heureuses, car

elle s'oppose à de nouveaux appels à la planche à billets.

L'essai de déflation pratiqué en France n'a pu, par suite des événements, donner les résultats escomptés. Il est d'ailleurs possible que les auteurs de la convention de décembre 1920 ne se soient pas fait eux-mêmes des illusions exagérées sur les résultats à en attendre dans les circonstances actuelles. Ce n'est qu'une tentative timide pour revenir dans le droit chemin, mais précieuse si l'on considère l'intention qui l'inspire et le but qui la guide.

De plus, la France en 1920 pouvait raisonnablement compter sur des paiements allemands et envisager pour l'avenir la suppression du budget des dépenses recouvrables. Le budget ordinaire était à peu près en équilibre et on pouvait espérer que le programme de remboursement des avances se réaliserait grâce aux excédents budgétaires.

Les circonstances ayant été peu propices, la convention de 1920, qui est conçue dans un cadre peut-être trop rigide, eut dû être remaniée dès 1922. Or, on s'est borné à réduire à titre exceptionnel, le montant des remboursements de l'Etat à la Banque, ces trois dernières années.

Certaines critiques qui sont formulées sur la possibilité et l'efficacité de la politique de remboursement dans les circonstances actuelles sont donc en partie justifiées, mais il est nécessaire, nous semble-t-il, avant de porter un jugement sur elle, de se reporter à

l'époque où elle fut décidée. Le moins que l'on puisse dire est que la convention de 1920 fut singulièrement opportune car elle vint à un moment où un coup de frein s'imposait et où il fallait de toute nécessité barrer le chemin à l'inflation menaçante.

Nous avons vu qu'il était très difficile d'endiguer l'inflation dans un pays qui s'est laissé aller à des émissions de billets non gagés. A cet égard, la convention de 1920 a été une barrière longtemps utile contre une inflation éventuelle.

CHAPITRE V

LA DÉFLATION EN PRATIQUE

La politique de déflation n'a pu donner son plein effet en France par suite des circonstances anormales où se trouve placé notre pays.

M. Charles Rist, dans son ouvrage « *La déflation en pratique* », a examiné les résultats des expériences de déflation pratiquées au lendemain de la guerre, par quelques grands Etats, l'Angleterre, les Etats-Unis, la France, la Tchéco-Slovaquie.

Nous procéderons à une brève analyse de ces expériences et nous résumerons les conclusions auxquelles M. Rist est arrivé.

Angleterre. — En raison de l'impossibilité pour la Banque d'Angleterre d'accroître le montant de ses billets en circulation, le Gouvernement Britannique fit voter le 6 août 1914, le « *currency bank notes act* » afin de prêter un appui aux banques de dépôts et de fournir au public la monnaie divisionnaire dont il avait besoin. Les « *currency notes* », qui furent lors de leur création, des instruments monétaires de secours pour les Banques, devinrent ensuite des instruments de crédit.

Il est à noter que le cours forcé ne fut pas décrété et que les « *currency notes* » sont en principe rembour-

sables en or pour leur valeur nominale. Mais ce n'est là qu'une clause de style par suite du contrôle très étroit exercé sur tous les mouvements de métal jaune par le Gouvernement anglais. L'inflation s'est donc exercée sous la forme de l'émission de billets d'Etat, à laquelle est venue s'ajouter l'expansion des crédits de banque.

La Grande-Bretagne, suivant les recommandations élaborées en octobre 1918 par le Comité Cunliffe, cessa les emprunts dès que la guerre fut terminée. Elle arrêta d'abord l'inflation en fixant un maximum à l'émission des « currency notes » puis pratiqua résolument, à partir de 1921, une politique de déflation par la diminution du montant des « currency notes » en circulation. Cette réduction ne fut pas la conséquence d'une déflation monétaire (destruction directe des currency notes) mais d'une déflation de crédit provoquée par l'élévation du taux de l'escompte et par la crise économique de 1920.

M. Rist montre qu' de 1920 à 1922, la livre sterling s'est améliorée de 3.78 à 4.68, alors que le montant de la circulation anglaise (billets de la Banque d'Angleterre, currency notes, dépôts en banque) a été réduit de seulement 7 %, et il conclut que l'amélioration sensible de la livre ne peut s'expliquer par une pareille réduction. Selon lui, la revalorisation de la livre est due surtout au rétablissement de l'équilibre budgétaire opéré par une compression rigoureuse des dépenses et une augmentation des impôts, et à la consolidation de la dette flottante.

États-Unis. — L'inflation s'est traduite dans ce pays par des avances des banques aux particuliers pour qu'ils puissent souscrire aux emprunts de guerre. Les banques ont souscrit directement à ces emprunts pour des montants considérables.

La déflation eut lieu sous la forme de déflation financière (écoulement dans le public des titres d'emprunts souscrits par les Banques) et sous forme de déflation de crédit, à la suite de la crise de 1920.

France. — On a pratiqué une politique de déflation modérée, les billets remboursés par l'Etat à la Banque n'étant pas détruits définitivement mais remis dans la circulation, au fur et à mesure des besoins du commerce.

La réduction de la circulation a été permise par la baisse des prix, conséquence de la crise économique de 1920. Le marasme industriel des années 1920 et 1921, a rendu disponibles des capitaux qui se sont employés temporairement en Bons de la Défense Nationale, ce qui a permis à l'Etat d'effectuer ses remboursements à la Banque.

En 1922, le public a retiré, à la suite de la reprise des affaires, une partie de ses fonds employés en Bons de la Défense Nationale pour les consacrer à des opérations commerciales ou industrielles, ce qui obligea l'Etat à demander des avances à la Banque.

La légère déflation constatée en France ne fut donc pas une cause mais une conséquence de la baisse des prix; son action fut nulle sur le change puisque le

dollar, qui cotait 11 fr. en 1921, est monté sans interruption jusqu'à 19 fr. après avoir dépassé un moment 27 fr. en mars 1924.

Tchéco-Slovaquie. — Le pays essaya, en 1919, de réduire sa circulation, mais cette politique n'empêcha ni la hausse des prix intérieurs ni la baisse de la couronne sur les marchés extérieurs. Au contraire, en 1921, la Tchéco-Slovaquie ayant réalisé l'équilibre de son budget, on voit, malgré un accroissement de la circulation, les changes et les prix intérieurs baisser.

En résumé, M. Rist tire de l'étude approfondie à laquelle il s'est livré sur ces quatre expériences européennes de déflation, les conclusions suivantes :

1° L'expérience condamne la déflation.

2° La déflation est moins une cause qu'une résultante.

3° Il ne faut pas compter sur la baisse des prix intérieurs pour améliorer le cours du change; c'est au contraire la hausse de la monnaie sur les marchés extérieurs qui amènera la baisse des prix intérieurs.

4° Le meilleur moyen de poursuivre l'amélioration du change est de réaliser une politique d'assainissement financier et principalement d'assurer l'équilibre du budget. La dévaluation opérée au moment choisi consolidera les avantages acquis.

On voit quelles sont les deux conceptions de la déflation.

Selon l'opinion de ceux que nous appellerons les déflationnistes classiques, la réduction de la circulation

obtenue par le remboursement des avances à la Banque provoquerait la baisse des prix intérieurs, cette baisse amenant un relèvement du cours du change.

D'après une autre opinion, l'amélioration du change qui ne peut provenir que de la réalisation d'un strict équilibre budgétaire, provoquerait la baisse des prix intérieurs, laquelle permettrait de retirer de la circulation une certaine quantité de billets.

Il y a donc là deux thèses en présence, la dernière étant soutenue par des économistes tels que M. Rist et M. Maroni.

Où est la vérité ? Existe-t-il des rapports précis, déterminés entre la circulation, les changes et les prix ? Les rapports peuvent-ils être exprimés par une loi ? C'est ce que nous allons examiner.

CHAPITRE VI

RAPPORT DE LA CIRCULATION, DES CHANGES ET DES PRIX

La théorie quantitative

La théorie quantitative par laquelle on a cherché et on cherche encore à expliquer les rapports de la monnaie et des prix, peut sous sa forme primitive, se résumer ainsi (1) :

« 1° En tout lieu et à tout moment, il y a égalité entre la valeur de la monnaie et la valeur de la marchandise, les mouvements des prix venant toujours assurer à temps le maintien de cette équivalence.

« 2° La marchandise restant ce qu'elle est par hypothèse, les prix doivent monter ou descendre de 10, 20, 50 % quand la quantité de monnaie ambiante augmente ou diminue de 10, 20, 50 %. »

La théorie quantitative fut énoncée pour la première fois en 1588 par le florentin Bernardo Davanzati dans son livre « *Lezzione sulle monete* » et reprise par Montanari « *La zecca inconsulta dix stato* », en 1683.

Déjà Jean Bodin en 1567, dans son célèbre discours « *sur le rehaussement et la diminution des monnaies*

(1) Voir l'*Economiste Français*, numéro du 11 avril 1896.

et réponse aux paradoxes de M. de Malestroit » dénonçait parmi les causes de la hausse des prix, l'affaiblissement de la monnaie.

Locke, Montesquieu adoptèrent dans leurs écrits la théorie quantitative.

Le « bullion report » anglais de 1810 a établi la théorie des changes en rapport avec le régime monétaire du cours forcé. La baisse des changes est l'expression de la diminution de la puissance d'achat du papier monnaie. Cette théorie d'abord vivement combattue au sein du Parlement Britannique, fut ensuite adoptée par les économistes et les financiers. Le fond même du « bullion report » est le suivant :

« Lorsqu'un billet remboursable en espèces cesse de l'être, il peut être maintenu à sa valeur nominale, seulement si la quantité émise est soumise à une limite établie en observant les prix des métaux précieux et les cours du change. »

En somme, la théorie quantitative est liée à l'affirmation que la monnaie est essentiellement une marchandise et une marchandise comme les autres.

Nous rappellerons brièvement les objections classiques qu'a suscitées la théorie quantitative.

1° Si la théorie quantitative était fondée, les variations des prix devraient être simultanées et égales pour toutes les marchandises. Or il n'en est rien.

2° L'activité économique peut être stimulée par l'abondance du numéraire.

3° La monnaie métallique n'est pas seule; à côté d'elle, les monnaies fiduciaires jouent aussi leur rôle.

4° La vitesse de circulation des instruments monétaires peut modifier l'action des variations survenant dans le stock monétaire. (1)

5° Les statistiques afférentes à la période s'échelonnant de 1850 à 1912, invoquées pour justifier la théorie quantitative, n'ont rien de rigoureusement exact.

M. Irving Fisher, l'économiste américain a essayé de tenir compte de ces objections en donnant à la théorie quantitative une formule élargie :

$$P = \frac{M V + M' V'}{T},$$

ce qui revient à dire : le prix égale la quantité de monnaie métallique et de monnaie fiduciaire multipliées par leur vitesse de circulation et divisées par l'importance des transactions commerciales.

On a reproché à cette formule d'englober des éléments qu'il est impossible de mesurer : quantité de monnaie fiduciaire, vitesse de circulation de la monnaie.

En résumé, avant la guerre, la conclusion à laquelle s'étaient arrêtés de nombreux économistes était que l'influence de la monnaie sur les prix des marchandises n'était pas niable, mais qu'elle n'était pas la seule à s'exercer et qu'au surplus, elle était difficilement mesurable.

(1) Par rapidité de la circulation, il faut entendre combien de fois la monnaie change de propriétaires pour accomplir un volume déterminé d'échanges.

L'insuffisance de la théorie quantitative à expliquer les variations des prix s'est encore révélée pendant la guerre.

Alors que dans chaque pays, l'inflation a été accompagnée d'une diminution du pouvoir d'achat de la monnaie, on a pu constater que l'influence de ce facteur n'a pas été égale pour tous les articles. Si la théorie quantitative était fondée, le doublement ou le triplement des instruments monétaires eut dû provoquer automatiquement une hausse du double ou du triple des prix.

Théorie de la parité des pouvoirs d'achat.

La théorie quantitative a été reprise depuis la guerre pour expliquer les mouvements des changes, par M. Cassel, l'économiste suédois, sous la forme de la théorie de la parité des pouvoirs d'achat.

Cette théorie peut se résumer ainsi :

Les variations qui se produisent dans la circulation déterminent des variations des prix intérieurs. Les prix extérieurs n'étant pas modifiés, il en résulte une rupture d'équilibre entre le pouvoir d'achat de la monnaie à l'intérieur, et le pouvoir d'achat à l'extérieur. Pour que la parité se rétablisse, il faut donc que le change varie à son tour. Les mouvements des changes et ceux des prix seraient donc absolument dépendants de la circulation, et la parité des pouvoirs d'achat correspondrait à l'ancien pair de l'or.

Cette théorie fort séduisante, renouvelée de Ricardo, a fait l'objet de critiques et d'observations (1) que nous résumerons ci-après.

a) La théorie de M. Cassel suppose qu'un acheteur peut faire un libre choix entre le marché national et le marché étranger. Or ce choix n'existe pas pour les marchandises indispensables se trouvant en quantité insuffisante sur le marché national.

b) L'importateur se couvre souvent après avoir fait ses achats et au bout d'un certain délai. Il paie donc les devises étrangères dont il a besoin au cours du marché, en faisant abstraction de toutes considérations touchant la parité des pouvoirs d'achat.

c) Enfin et c'est là un point essentiel, il ne faut pas perdre de vue que la parité des pouvoirs d'achat n'est pas un point fixe. Le retour à l'équilibre peut s'effectuer non seulement par un mouvement des cours du change, mais aussi par un mouvement des prix.

M. Aftalion, dans un intéressant article de la *Revue Economique Internationale* (2), s'est efforcé, à la lumière des expériences monétaires des années 1921-1922-1923, de déterminer les rapports entre la circulation, le change et les prix.

M. Aftalion, dans son étude, a choisi ses exemples de façon à isoler tour à tour l'un des trois facteurs,

(1) Voir J. M. Keynes. *A tract on monetary reform*.

Voir Nogaro. *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*.

(2) Voir *Revue Economique Internationale* : numéro du 25 février 1923.

celui-ci restant invariable, et à étudier les actions réciproques des deux autres facteurs.

Voici les conclusions résumées de son travail.

Première série d'expériences

1° *Allemagne*. — Entre février et avril 1923, la circulation double. Les changes restant stables (stabilité factice obtenue par une intervention du gouvernement et des banques), les prix restent stationnaires ou même diminuent légèrement.

2° *Autriche*. — Entre septembre 1922 et septembre 1923, la circulation triple. Le change se maintenant à un niveau à peu près fixe, stabilité réalisée a) par l'octroi de crédits bancaires accordés à l'Autriche par l'étranger, b) par la perspective de la réorganisation financière de l'Autriche sous les auspices de la Société des Nations, les prix sont invariables.

3° *Pologne*. — Entre novembre 1921 et février 1922, la circulation augmente d'un tiers alors que le change s'améliore. Les prix suivent l'orientation du change et non celle de la circulation.

Ces trois expériences se résument donc par une immobilité des changes et des prix malgré l'accroissement de l'inflation.

Deuxième série d'expériences

1° *France*. — Quoique la circulation soit restée presque invariable de 36.487 millions en décembre 1921 à 37.905 millions en décembre 1923, le franc s'est

déprécié sensiblement sur les marchés extérieurs, et les prix se sont élevés.

2° et 3° *Belgique-Danemark*. — Les mêmes phénomènes que ceux signalés pour la France se sont déroulés pour la période décembre 1921-décembre 1923. Il est à noter cependant qu'en Belgique la circulation s'est accrue, et qu'au Danemark les mouvements des changes et des prix ont eu une moins grande amplitude qu'en France.

Ces trois expériences montrent donc une hausse des changes étrangers et des prix sans véritable inflation.

Troisième série d'expériences

1° *Angleterre*. — Juillet 1921 à février 1923.

2° *Tchéco-Slovaquie*. — Mai 1922 à décembre 1923.

3° *Finlande*. — Septembre 1921 à mars 1923.

Ces trois expériences font ressortir une baisse des changes étrangers et des prix sans intervention d'une déflation sérieuse.

Si l'on combine les résultats de toutes ces expériences monétaires, on arrive à cette conclusion que dans les neuf exemples choisis, les prix sont dans la dépendance des changes et non dans celle de la circulation. M. Aftalion reconnaît d'ailleurs qu'on ne saurait écarter définitivement, par ces seuls exemples, l'influence de la circulation sur les prix.

Il s'exprime ainsi à cet égard : « Pour nier l'in-

« fluence de la circulation que tant d'autres faits
« semblent établir, il aurait fallu surtout que nos ex-
« périences de la première série, celles où les prix se
« maintiennent malgré une inflation accrue, fussent
« beaucoup plus nombreuses, de caractère moins ex-
« ceptionnel, moins transitoire et de durée plus
« longue. »

En tout cas, ces neuf expériences ne vérifient les théories quantitatives ni en matière de prix, ni en matière de changes.

Quoique la circulation ait une influence certaine sur les prix et les changes, il semble bien que les mouvements des changes soient soumis à des causes propres, la cause principale résidant dans l'état de la balance des comptes. L'équilibre de la balance des comptes dépend de différents facteurs. Pour que ces facteurs jouent au mieux des intérêts d'un pays, il est nécessaire que la confiance soit aussi complète que possible, à l'intérieur comme à l'extérieur; sinon, les éléments de la balance, comme nous le verrons dans notre analyse des éléments de la balance française, ne jouent plus leur rôle. Le déséquilibre de la balance entraîne fatalement une dépréciation de la monnaie à l'extérieur.

Actuellement, en l'absence de l'or comme régulateur suprême des règlements internationaux, les fluctuations des changes sont provoquées surtout par les mouvements extraordinaires de capitaux se répandant d'un pays à l'autre. Ces mouvements sont, dans une grande mesure, dans la dépendance de facteurs pure-

ment psychologiques. En effet, les mouvements de capitaux et de marchandises sont déterminés, non seulement par des facteurs essentiellement politiques ou économiques jugés intrinsèquement en eux-mêmes, mais aussi par l'opinion que peuvent se faire de ces facteurs les fournisseurs étrangers de crédit à Londres et en Amérique.

La hausse ou la baisse des changes fait sentir immédiatement ses effets par les marchandises d'importation et d'exportation; ensuite, le mouvement gagne les prix des autres marchandises avec une rapidité plus ou moins grande selon les circonstances.

Donc, pour provoquer la baisse des prix, l'essentiel est d'arriver à améliorer les changes. Pour obtenir et maintenir ce résultat, la confiance s'impose. Le principal élément de cette confiance est, sans contredit, l'équilibre budgétaire; mais cet élément n'est pas le seul. Il est indispensable de poursuivre avec ténacité une politique d'amélioration de la balance des comptes.

L'examen théorique de la déflation et les considérations d'ordre technique que nous avons envisagées, font ressortir les conclusions suivantes. Rien ne permet de dire qu'une déflation lente, modérée, présente à priori des difficultés absolument insurmontables. C'est une politique qui exige des sacrifices mais qui comporte aussi des avantages indéniables, de longue durée.

Pour que la déflation soit vraiment efficace, il faut que l'équilibre budgétaire soit parfaitement assuré,

que la dette flottante soit consolidée et que la balance des comptes soit équilibrée. Toutes ces conditions d'assainissement financier réalisées jouent en faveur du change qui en s'améliorant permet la baisse des prix, laquelle entraîne la réduction de la circulation fiduciaire.

CHAPITRE VII

STABILISATION PAR RAPPORT A L'OR OU PAR RAPPORT AUX PRIX

Nous venons de passer en revue les critiques que l'on opposait à la déflation. En dehors des objections touchant au principe même de cette politique monétaire, nous avons vu qu'on la trouvait, dans la situation présente de la France, inopportune.

Devant les difficultés réelles et les dangers indéniables d'une politique de déflation, on s'explique que certains esprits soucieux de remédier coûte que coûte et sans retard aux difficultés résultant de l'instabilité monétaire, aient envisagé la réalisation d'un programme de stabilisation économique basé sur la stabilisation de l'unité monétaire.

On pourrait concevoir le retour à la stabilité monétaire par un décret légal. On retirerait tous les billets de la circulation qui seraient échangés contre des francs-or dans la proportion d'un franc-or, par exemple, pour quatre francs-papier. Le franc-papier disparaîtrait complètement et serait remplacé dans les transactions et dans les comptes par le franc-or. Les créances, les salaires, les revenus seraient ainsi divisés par quatre.

Une pareille opération ne peut être envisagée. Outre qu'elle est techniquement impossible, elle apporterait un tel bouleversement dans la vie économique du pays qu'il serait impossible de maintenir l'usage du franc-or. L'ajustement des revenus à cette dernière monnaie entraînerait, en effet, un tel trouble dans les transactions, qu'une crise sans précédent s'ouvrirait, dont on ne pourrait sortir que par un nouveau recours au papier-monnaie.

Ecartons donc cette opération de décri. La stabilisation immédiate du franc, si elle est possible, ne peut être obtenue que par une réduction de la valeur légale de l'unité monétaire, de façon que cette nouvelle valeur corresponde à la valeur réelle. Mais lorsqu'on parle de stabilisation, deux hypothèses se présentent à l'esprit. Stabilisera-t-on la monnaie par rapport à l'or ou bien par rapport aux prix ? Le choix entre les deux modes de stabilisation est surtout discuté dans les pays anglo-saxons.

L'école monétaire classique s'aidant des travaux du Comité Cunliffe prétend que le retour à l'étalon d'or par une politique de revalorisation monétaire est le meilleur moyen de stabilisation. Cette politique visant au redressement de la livre sterling par rapport au dollar et poursuivie avec ténacité par le Gouvernement Britannique a ramené, après des alternatives diverses, la livre sterling de 3,50 aux environs du pair qui est $4.86 \frac{2}{3}$. L'étalon d'or implique la « régularisation automatique des prix et du marché du crédit par les

mouvements du métal précieux de place en place conformément aux oscillations du Bank Rate ».

L'école monétaire nouvelle, qui compte parmi ses promoteurs des économistes tels que M. J. M. Keynes, M. R. G. Hawtrey, estime que l'or étant lui-même de valeur variable par rapport aux marchandises, il est inutile de revenir à l'étalon d'or. Dans une circulaire publiée en décembre 1923 par une grande banque anglaise, la Midland Bank, le rédacteur d'un article sur la question monétaire se demandait pourquoi le contrôle monétaire ne pourrait pas se faire sous un régime d'étalon de papier lorsqu'il s'agit uniquement de « crédit productif. »

M. R. G. Hawtrey soutient, dans son ouvrage « *Monetary reconstruction* » (1), que pour le moment, « ce qu'il y aurait de plus sage serait de concentrer les efforts sur la stabilisation de la livre en valeur marchandises plutôt que de lier le sort de la livre à un métal dont on ne peut prévoir les écarts. Il ne peut être question, écrit-il, d'une déflation ultérieure. Tout ce que nous pouvons faire est de stabiliser notre monnaie à son pouvoir d'achat actuel jusqu'à ce que les abondantes réserves d'or qui se trouvent actuellement en Amérique aient abaissé la valeur en marchandises du dollar au niveau correspondant. »

Avant la guerre, M. Irving Fisher préconisait déjà l'utilisation d'une monnaie de compte représentant

(1) Voir R. G. Hawtrey. *Monetary reconstruction*, novembre 1922.

une quantité invariable de certains biens déterminés. Le poids du métal de l'unité monétaire serait donc modifié selon les fluctuations des prix, pour assurer à l'étalon une valeur fixe en marchandises.

On propose maintenant de substituer à l'or un étalon d'une valeur absolue qui sera constitué par une monnaie inconvertible dont le volume sera modifié afin d'obtenir un niveau stable du prix des marchandises. Les « index numbers » du Board of Trade seraient les régulateurs du nouveau régime monétaire. En cas de hausse ou de baisse des prix, l'augmentation ou la réduction du bank rate ainsi que la contraction ou l'expansion du crédit ramèneraient les prix à leur niveau normal. La discussion approfondie de ce système de « monnaie dirigée » dépasserait le cadre de cette étude. Nous nous contenterons de signaler les objections principales qu'il a suscitées outre Manche.

1° Le choix d'un système d'« index numbers » que tout le monde accepterait comme exact serait des plus difficiles sinon impossible.

2° Ce qui importe le plus c'est d'avoir un étalon international des prix; la stabilité des prix ne serait obtenue qu'aux dépens de la stabilité des changes. Ce serait pour l'Angleterre, qui a un commerce extérieur considérable et une dette très élevée vis-à-vis de l'Amérique, un inconvénient des plus graves.

3° En outre, la stabilité des prix n'est peut-être pas pratiquement désirable. Quels que soient les avantages résultant de la stabilisation monétaire par rapport aux prix, on doit reconnaître que les milieux dirigeants

des affaires ont fait jusqu'à présent grise mine au nouveau système et, en supposant qu'il soit applicable, on peut concevoir quelques doutes quant à son adoption prochaine par le Gouvernement Britannique. Ce dernier se borne pour l'instant à poursuivre énergiquement sa politique visant au rétablissement de l'étalon d'or.

Nous laisserons de côté cette question de stabilisation absolue et nous nous bornerons à étudier la stabilisation par rapport à l'or. L'or est resté un métal rare, à l'abri des interventions arbitraires ou des manœuvres d'accaparement.

La capacité d'achat qu'il représente est pour ainsi dire invariable lorsqu'on considère une période de durée moyenne.

La stabilisation d'une monnaie par rapport à l'or ne peut exister avec une monnaie inconvertible. Certains esprits ont préconisé, pour stabiliser le franc, l'application d'une politique de bascule, comprimant ou élargissant la circulation fiduciaire selon les besoins; mais ce procédé, inspiré directement de la théorie quantitative, serait d'une efficacité très douteuse.

On peut concevoir également, pour régulariser les cours du change, l'intervention de masses de manœuvre consistant en réserves de devises étrangères grâce auxquelles on pourrait éviter une ampleur exagérée des variations des changes. Ces masses de manœuvre, si elles sont utilisées avec prudence et à bon escient, pourraient éviter les mouvements désordonnés de

notre monnaie. Elle pourront surtout interdire les grosses attaques spéculatives analogues à celle que la spéculation internationale mena contre le franc au début de 1924, mais elle ne permettront pas de maintenir les cours de la monnaie à un niveau immuable.

En réalité, si l'on veut stabiliser la monnaie, il est indispensable de la relier à l'or. C'est ici qu'interviennent les partisans de la dévaluation.

La dévaluation de la monnaie est la réduction par voie d'autorité de la valeur de l'étalon monétaire; l'objet final de cette réforme est le retour à la convertibilité du billet. Cette convertibilité peut être absolue si le billet est échangeable contre de l'or sans aucune limitation ni restriction, ou bien partielle si par suite de l'insuffisance du stock métallique, le billet est échangeable contre du métal, seulement pour les règlements extérieurs.

CHAPITRE VIII

LA DÉVALUATION

La dévaluation, affirment ses partisans, ne change rien à ce qui existe. La nouvelle unité monétaire tiendra lieu de l'ancienne pour tous les engagements.

Les fluctuations du franc qui bouleversaient la vie économique seront supprimées. Les baux ruraux, les baux urbains, les prêts hypothécaires, les marchés à long terme deviendront possibles.

Les producteurs pourront tabler sur des données précises, invariables, pour l'établissement de leurs prix de revient; les salariés et les rentiers pourront, de leur côté, procéder en toute quiétude à l'établissement du budget familial.

Le crédit reprendra son rôle bienfaisant et les facilités bancaires accordées aux producteurs contribueront à la baisse des prix.

Depuis l'armistice, les producteurs ont été contraints d'inclure dans leurs prix de revient, en plus du bénéfice normal, une prime d'assurance contre les risques de change, prime qui constitue un facteur capital de la vie chère; lorsque la dévaluation aura été effectuée, ces risques de change disparaîtront, entraînant avec eux le fléau de la vie chère.

Les prévisions à longue échéance étant permises, les industriels et les commerçants pourront se constituer des approvisionnements de matières premières et des stocks de produits fabriqués, ce qui contribuera à atténuer les fluctuations des prix.

L'amélioration de la situation économique aura pour conséquence une baisse du loyer de l'argent qui amènera elle-même une hausse des rentes et des valeurs à revenu fixe. L'Etat bénéficiera ainsi de circonstances heureuses qui faciliteront la consolidation de la dette flottante et l'émission des emprunts encore nécessaires pour terminer la restauration des départements dévastés.

Enfin, la dette publique comparée à la richesse du pays sera à un niveau tel que la charge en sera supportable.

Le tableau que nous venons de tracer, énumérant les avantages escomptés de la dévaluation par ses partisans, est plein d'optimisme. Il est certain que les bienfaits de la stabilité monétaire seraient immenses; la période troublée de guerre et d'après-guerre nous fait mieux apprécier l'excellence du régime monétaire dont nous avons bénéficié jusqu'en 1914.

Mais plusieurs objections se présentent à l'esprit. La dévaluation n'offre-t-elle que des avantages ? Ses inconvénients sont-ils négligeables ? La dévaluation est-elle réalisable du point de vue technique dans la situation présente de notre pays ? La valeur de l'unité monétaire pourrait-elle être maintenue dans l'avenir ?

Ce sont des questions qui appellent un examen approfondi.

Voyons maintenant quel est, au point de vue légal, le caractère de cette réduction de valeur de l'unité monétaire.

L'Etat déclare un jour que le franc, au lieu de valoir 0 gr. 32258 or à 9/10 de fin selon la loi de Germinal, ne vaut plus que le tiers par exemple, soit 0 gr. 10752, ou le quart 0 gr. 080645. Or, si l'on examine un billet de 100 francs de la Banque de France, on s'aperçoit immédiatement qu'il porte la mention « Payable en espèces, à vue au porteur ». Cet engagement n'est plus tenu depuis le 4 août 1914, date à laquelle le cours forcé fut institué, mais il n'en existe pas moins. Le billet de banque est imprescriptible et le droit pour le porteur d'obtenir le paiement en espèces ne saurait être éteint par l'expiration d'un délai quelconque. M. Ribot a pris en septembre 1914 un engagement solennel, renouvelé dans toutes les conventions postérieures entre l'Etat et la Banque, et l'espoir d'un remboursement futur a contribué à ralentir la dépréciation du billet au cours des cinq années de guerre.

Un billet inconvertible a donc deux caractères. Il constitue :

- 1° Une promesse de remboursement en espèces;
- 2° Un instrument de paiement et d'évaluation.

Si la dévaluation est en contradiction avec le premier de ces caractères, elle ne s'oppose pas au second. On a pu constater en maints pays le fait suivant :

lorsque les deux principes contenus dans le billet inconvertible sont venus à entrer en conflit, le second, qui est le plus important pratiquement, l'a toujours emporté. Il est évident que le crédit du billet est surtout basé sur le fait que le détenteur peut s'en servir pour tout paiement. Cependant, la négation du premier principe qui est affirmée par la dévaluation est, de quelque euphémisme qu'on la déguise, synonyme de faillite. M. le Professeur Villey a écrit textuellement : « La dévaluation serait la banqueroute avec, en plus, la violation du principe tutélaire de la non rétroactivité des lois. » Cette faillite atteindrait non seulement les créanciers de l'Etat, mais tous les porteurs de créances exprimées en francs papier.

Les partisans de la dévaluation répondent à ceci que c'est une véritable hypocrisie de laisser subsister la confusion d'une monnaie essentiellement variable, avec la monnaie métallique, et qu'au surplus la faillite existe depuis le jour où fut décrété le cours forcé. Cette dernière affirmation est un peu osée. En 1870, bien que le cours forcé ait été décrété, le franc était revenu au pair dès 1875 et la convertibilité du billet en espèces était assurée dès 1878. Il serait donc excessif de croire que l'institution du cours forcé consacre par elle seule l'ouverture de la faillite.

Un autre reproche que l'on peut faire à la dévaluation, c'est de frapper lourdement les rentiers et d'épargner par contre les biens fonciers et les biens industriels.

La dépréciation monétaire agit, nous l'avons vu

précédemment, à la façon d'un gigantesque impôt sur le capital, mais d'un impôt singulièrement inégal et injuste.

Certes, les biens immobiliers ne sont pas restés indemnes au cours du bouleversement économique issu de la guerre. En effet, eu égard à la baisse de notre monnaie, les immeubles et les terres sont dépréciés par rapport à leur valeur d'avant guerre. Les prix actuels, exprimés en francs or, des biens immobiliers, accusent dans l'ensemble, si on les compare aux prix d'avant guerre, une diminution de capital pouvant aller jusqu'à 40 et 50 %.

De plus, il est à noter que les immeubles urbains ont été pendant la guerre frappés par la législation sur les loyers d'une véritable réquisition sans indemnité. Cependant, il est indéniable que les propriétaires fonciers, les industriels et les commerçants ont moins souffert de la dépréciation monétaire que les détenteurs de valeurs à revenu fixe.

Le reproche que l'on fait à la dévaluation est donc fondé, mais il faut reconnaître qu'une juste péréquation des charges de la guerre offrirait des difficultés telles qu'elle est pratiquement impossible. Une autre question se pose. L'un des principaux buts poursuivis par les partisans de la dévaluation est d'affirmer et d'accroître le crédit de l'Etat.

Or, n'est-il pas à redouter que la réforme, dans les circonstances présentes, aille juste à l'encontre de l'objet poursuivi ? La grande foule des rentiers s'estimera spoliée. Quant à ceux qui ne saisiraient pas im-

médiatement le sens de la réforme monétaire, les adversaires de la dévaluation leur en feront comprendre, par des campagnes de presse, le véritable caractère.

Il ne faut pas oublier que le portefeuille de fonds d'Etats nationaux, et d'une façon générale de valeurs à revenu fixe détenues par les particuliers, a une importance considérable. Bien rares sont les familles qui n'ont pas souscrit à un emprunt de guerre ou qui ne possèdent pas quelques titres de rentes françaises. La réforme monétaire lèsera donc une multitude de gens.

On dira peut-être que l'Etat, en vertu de son droit régalien, est libre de payer les intérêts de sa dette en telle monnaie qui lui convient et que s'il lui plaisait de les régler en billets dont la valeur se rapprocherait de zéro, personne ne serait fondé à formuler une réclamation. Mais un pareil raisonnement ne saurait être admis. De semblables agissements seraient contraires à la justice la plus élémentaire. Si l'on avait tenu aux souscripteurs des emprunts de guerre de pareils propos, peut-on croire que les émissions auraient connu le succès qu'elles ont rencontré ? Les rentiers, en apportant leurs fonds à l'Etat, ne supposaient pas, même un seul instant, que les francs qu'ils recevraient à titre d'intérêts pourraient ne pas être de bon aloi.

On ne peut se le dissimuler, la dévaluation opérée dans les circonstances actuelles, après une dépréciation ininterrompue de notre monnaie, risquerait de porter une atteinte très grave au crédit de l'Etat et au crédit privé. Une telle réforme monétaire effectuée,

avant que les conditions nécessaires à son succès soient réalisées, pourrait faire craindre une nouvelle dévaluation. La confiance étant nécessaire au commerce et à l'industrie, les bienfaits espérés pour la production nationale de la réduction de valeur de l'unité monétaire ne répondraient donc pas à l'attente.

La stabilité de l'unité monétaire, après une baisse continue, risquerait de provoquer une crise économique, crise d'autant plus dangereuse que la confiance du public serait fortement ébranlée.

En outre, on peut se demander si avec le discrédit jeté sur la politique financière du pays, l'Etat serait en mesure de consolider dans de bonnes conditions la dette flottante qui pèse sur la nation et d'emprunter les milliards qui doivent permettre de terminer la reconstitution des régions dévastées.

Au point de vue social, les conséquences de la dévaluation seraient très graves. Nous avons vu quels furent les résultats de l'inflation en France. La dévaluation consacrerait donc la ruine des créanciers, sans aucun espoir pour eux d'être dédommagés de leurs pertes; les classes moyennes resteraient définitivement appauvries. Ce serait d'autant plus grave que l'expropriation définitive des rentiers atteindrait surtout les souscripteurs d'emprunts de guerre, qui ont apporté leur argent à l'Etat par devoir patriotique et qui ont eu confiance dans les destinées du pays.

A cette objection, les partisans de la dévaluation répondent que dans l'état d'incertitude où nous vivons, la réforme qu'ils préconisent aura du moins le

mérite de consolider ce qui reste aux créanciers. C'est là, déclarent-ils, un avantage qui n'est pas illusoire si l'on considère les menaces qui pèsent sur l'avenir de notre monnaie. D'ailleurs, ajoutent-ils, la dévaluation permettra un abaissement notable du loyer de l'argent ayant pour conséquence une hausse des valeurs à revenu fixe. Loin d'être spoliés, les rentiers recueilleront de la réforme monétaire l'avantage d'un accroissement de capital.

On peut concevoir quelques doutes quant à cet abaissement éventuel du loyer de l'argent. Nous croyons au contraire que le taux de l'intérêt resterait très élevé par suite du trouble apporté au marché du crédit. C'est d'ailleurs un fait que toute réforme monétaire, qu'elle consacre la dépréciation entière d'une monnaie ou sa dépréciation partielle, est accompagnée d'un resserrement du crédit et d'un loyer très élevé de l'argent. On peut vérifier la chose actuellement dans les Empires Centraux et en Pologne.

En réalité, contrairement à ce que croient certains de ses partisans, la dévaluation n'est pas une panacée portant en elle-même des vertus propres, capables de guérir les maux dont nous souffrons. Elle n'est pas un point de départ mais un but. C'est, comme nous le verrons dans la seconde partie de notre étude, le couronnement d'une œuvre d'assainissement financier ayant réalisé l'équilibre budgétaire, la consolidation de la dette flottante, l'équilibre de la balance des comptes. Cette œuvre d'assainissement est la même que celle devant accompagner une déflation efficace.

CHAPITRE IX

LA DÉVALUATION ET LA VALORISATION DES CRÉANCES

La dévaluation consacrerait l'enrichissement des débiteurs au détriment de leurs créanciers. Mais est-ce là un état de choses auquel il est impossible de remédier ?

Les rapports entre débiteurs et créanciers sont régis, en ce qui concerne la monnaie de paiement, par l'article 1895 du Code Civil. Cet article prescrit :

« L'obligation qui résulte d'un prêt en argent
« n'est toujours que de la somme numérique énoncée
« au contrat. S'il y a eu augmentation ou diminution
« d'espèces avant l'époque du paiement, le débiteur
« doit rendre la somme numérique prêtée et ne doit
« rendre que cette somme dans les espèces ayant cours
« au moment du paiement. »

Cet article du Code Civil consacre en somme la doctrine de la monnaie signe, affirmée dans le Digeste et défendue par Cicéron, Cujas, Bartole, Dumoulin, Pothier, Montesquieu, d'Aguesseau. Il est conforme à la doctrine du Conseiller d'Etat Le Bret selon laquelle

« le Prince a le droit de hausser et de baisser le prix
« de la monnaie quand ses affaires le désireront. »

L'article 1895 est formel et avec la loi de cours forcé, les créanciers sont tenus d'accepter des débiteurs les billets de banque inconvertibles « selon la valeur pour laquelle ils ont cours », ceci sous la sanction de l'article 475 § 11 du Code Pénal. Le créancier pourra-t-il, pour refuser ces billets, faire appel aux principes généraux du droit ? Il soulèvera la question de bonne foi, mais cet argument ne peut avoir sa valeur que s'il y a faute de la part du débiteur. Or cette faute n'existe pas. Si le créancier a été lésé, c'est du fait de l'Etat qui abuse d'un droit régalien ; le débiteur n'y est pour rien.

Le créancier invoquera l'enrichissement sans cause ; mais il y a une cause qui réside dans la loi. Il fera intervenir la doctrine nouvelle de l'imprévision, mais cette doctrine est résolument écartée par la jurisprudence en matière de droit civil afin de sauvegarder le principe indispensable de la stabilité des contrats.

Donc, au point de vue juridique, le créancier, dans l'état actuel de la législation, ne peut obtenir une valorisation de sa créance. Pour y arriver, il faudrait qu'une loi intervînt prescrivant la révision des contrats.

Si une dévaluation du franc était pratiquée, la révision des dettes anciennes serait-elle souhaitable ? Un précédent intéressant nous est fourni par la liquidation qui suivit l'effondrement des assignats sous le Directoire.

Les engagements qui avaient été contractés au cours de la dépréciation furent liquidés d'après la règle suivante. Une échelle de dépréciation des assignats fut dressée, partant du 1^{er} janvier 1791 et s'arrêtant en 1796 date de l'émission des mandats territoriaux.

Les obligations antérieures au 1^{er} janvier 1791 subsistaient intégralement et devaient être acquittées entièrement en numéraire. Les dettes contractées spécialement en monnaie métallique suivaient le même sort quelle que fut l'époque de la naissance du contrat. Les autres dettes étaient réduites dans la proportion indiquée par l'échelle officielle de dépréciation dressée dans les différents départements.

Le Conseil des Cinq Cents avait voté le principe d'une échelle uniforme de dépréciation. Le Conseil des Anciens, estimant que la dépréciation n'était pas la même partout, préféra des jurys d'équité dans chaque département.

En tout cas, la liquidation des contrats passés sous l'empire du papier monnaie souleva des difficultés inextricables. Les lois (Code des transactions) votées sous le Directoire et le Consulat pour en déterminer le règlement, emplissent un recueil plus gros que le Code Civil.

L'utilité d'une valorisation des créances dépend naturellement du taux qui serait appliqué pour la dévaluation. L'opération par elle-même soulèverait de grosses difficultés d'exécution. De plus, bien que la

valorisation soit conforme à la justice, le principe n'en pourrait être admis que pour une partie des créances; il serait à craindre que la limitation de son application fît apparaître plus nettement le caractère d'expropriation que présente à certains égards, une telle réforme monétaire.

CHAPITRE X

LA QUESTION DU FRANC OR

En France, depuis la Conférence de Gênes, les idées de dévaluation ont suscité dans les milieux d'économistes de nombreuses discussions.

Les dévaluationnistes qui font valoir contre la déflation les arguments que nous avons reproduits, prétendent que la dévaluation du franc est actuellement pour le pays le seul moyen de sortir du désordre monétaire.

Cette opération serait-elle acceptée par l'opinion publique ? Il est évident que si pendant la guerre la croyance persista longtemps à l'identité du franc papier et du franc or de 1914, croyance soigneusement entretenue par les gouvernants, personne maintenant n'a d'illusions à cet égard.

En réalité, depuis le cours forcé, le franc a cessé d'être un étalon; il est devenu un simple titre de crédit. En effet, le billet de la Banque est gagé en partie par un actif réel (portefeuille commercial, encaisse métallique) mais pour le reste par une créance sur l'Etat, d'un recouvrement sinon hypothétique tout au moins assez lointain. La valeur de notre monnaie qui est liée au crédit de l'Etat subit donc des oscillations

en raison des appréciations dont ce crédit est l'objet à l'intérieur et à l'extérieur du pays.

Les dévaluationnistes estiment que depuis longtemps déjà, la distinction est faite officiellement entre le franc papier et le franc or. Parmi les manifestations caractéristiques de cette distinction, on peut citer :

1° La convention postale de Madrid, qui a prévu l'emploi du franc or pour l'apurement des comptes postaux entre les différentes nations;

2° La proposition de loi de M. Albert Meunier établissant qu'une remise de 50 % serait faite aux contribuables qui s'acquitteraient de leurs contributions en monnaies d'or;

3° L'enquête officielle effectuée par le Gouvernement à l'effet de savoir s'il ne serait pas opportun de prescrire le paiement en or des droits de douane.

Enfin, depuis longtemps déjà, les particuliers cherchent à se prémunir contre les risques de l'instabilité monétaire particulièrement préjudiciable dans l'exécution des contrats à long terme.

C'est ainsi que dans les campagnes, les baux ruraux prévoient parfois que le règlement des fermages pourra s'effectuer partie en espèces, partie en nature, c'est-à-dire en produits agricoles.

Certains industriels voudraient s'assurer contre les risques du change en fixant pour leurs produits un prix en or, le paiement étant effectué en billets évalués selon le cours du franc à l'extérieur.

Examinons de façon un peu approfondie la ques-

tion du franc or qui est d'ailleurs en rapports étroits avec celle de la dévaluation.

Le franc or est représenté, d'après la loi du 7-17 Germinal an XI, par 0 gr. 32258 d'or au titre de 9/10 de fin. Si l'on compare le franc or au dollar, le rapport des deux unités monétaires exprimées par les poids d'or respectifs est de $\frac{1}{5,1825}$. On peut donc dire que « le franc or est égal au cours du dollar américain divisé par 5,1825 tant que le dollar demeure une monnaie saine, c'est-à-dire que les billets de banque américains sont échangeables à vue contre de l'or et que le commerce de l'or est libre aux Etats-Unis. » C'est la définition même du franc or qui a été donnée en 1920, sur la proposition de la France, par la Conférence Postale Internationale de Madrid.

Le système du franc or fonctionnerait ainsi. En supposant par exemple qu'une personne prête à une autre 300 francs lorsque le dollar vaut 15 francs papier, le montant du prêt sera exprimé par $\frac{300 \times 5,1825}{15} = 103,65$ francs or. Si au moment du remboursement le dollar est tombé à 10 fr., le débiteur se libérera en versant seulement 200 francs papier à son créancier. Dans le cas où le dollar se serait élevé à 20 francs, le débiteur aurait à payer 400 francs papier.

On aurait, par conséquent, une monnaie de compte répondant à un poids convenu d'or fin et dont la valeur serait absolument indépendante de la nature des instruments monétaires employés pour les

règlements. Ce système a été utilisé à maintes reprises dans le passé. En Grèce, le talent était une simple monnaie de compte; dans l'ancienne France la livre tournois était une monnaie de compte et le souverain tarifait en livres, sols, deniers, les monnaies réelles qui étaient en circulation.

Depuis 1922, certains groupements ont entamé une propagande assez active à l'effet d'instituer dans tous les contrats la clause or. En particulier, la « *Semaine de la Monnaie* » a émis le vœu :

1° Que la pratique des contrats dont l'objet est exprimé en francs or, soit répandue et facilitée.

2° Que les industriels et les commerçants pratiquent la comptabilité à double colonne en francs or et en francs papier, dans le but d'avoir une vue exacte de leur situation.

Cette propagande redoublant de vigueur au moment de la grande attaque de la spéculation contre le franc, en janvier-février 1924, le Gouvernement prit nettement parti contre le franc or dont il jugeait l'application préjudiciable à la valeur de notre monnaie et, le 30 janvier 1924, le projet de loi suivant était déposé sur le Bureau de la Chambre des Députés :

« *Article unique.* — Tout contrat exécutoire en France et contenant obligation pour un contractant français de s'acquitter d'une dette en une monnaie autre que la monnaie légale est réputé nul et de nul effet.

« Est nulle toute clause d'un contrat qui fait état, pour le calcul d'une somme payable en monnaie lé-

gale, des variations pouvant affecter la valeur de ladite monnaie eu égard aux clauses des devises étrangères. Toutefois la nullité de cette clause n'entraîne pas celle de la convention.

« Les dispositions de la présente loi ne sont pas applicables aux contrats relatifs aux transports maritimes internationaux ou à des marchandises, dont la valeur est, à raison de leur origine étrangère, déterminée en devises étrangères ou en monnaie légale d'après les cours du change. »

Ce projet n'a pas été voté par le Parlement. On prétend d'ailleurs qu'il était inutile car en l'état des lois existantes, la clause or est interdite. C'est la solution adoptée par la jurisprudence. Les Tribunaux ont toujours repoussé la validité de la clause or lorsqu'elle fut soulevée devant eux (1).

La jurisprudence s'appuie sur l'argumentation suivante.

Les billets de la Banque de France constituent, en vertu de l'article 1^{er} de la loi du 12 août 1870 — lequel reproduit les termes mêmes du décret du 15 mars 1848 — une monnaie légale. On dit d'une monnaie qu'elle jouit du caractère légal lorsque « le débiteur « peut s'en servir pour effectuer un paiement quelconque à une caisse publique ou à un particulier, ou

(1) Cependant, lorsque la Banque de France rembourse ses billets en or, les Tribunaux admettent la clause de paiement en or, mais à condition que cette clause ne traduise pas le refus du créancier de recevoir des billets en paiement.

« pour employer une formule juridique, lorsqu'il
 « peut faire en cette monnaie des offres réelles sui-
 « vies de consignations. »

Les billets de banque remplissent donc la fonction de la monnaie. La loi du 5 août 1914 ayant décrété le cours forcé (art. 3), c'est-à-dire ayant dispensé la Banque de France de rembourser en espèces les billets, le billet est la seule monnaie légale. De plus, les lois monétaires étant d'ordre public, aucune convention particulière ne saurait, conformément à l'article 6 du Code Civil, y déroger. Cet article permet aux Tribunaux d'annuler les conventions prescrivant le paiement en billets calculés au cours du change, le paiement en devises étrangères, etc...

Un arrêt de la Cour d'Appel de Paris, en date du 22 février 1924 (1), a confirmé entièrement cette doctrine qui avait déjà été émise par la Cour de Cassation en 1873 (2). La clause or est permise seulement dans les relations entre Français et étrangers. Pour que cette clause fût applicable entre Français, il serait donc nécessaire qu'une loi nouvelle intervînt, modifiant la loi du 12 août 1870 (3).

Examinons maintenant l'aspect économique du problème de la stipulation en or.

(1) *Gazette du Palais* du 23 février 1924.

(2) Cassation du 11 février 1873 (Dalloz 73.1.117). Voir en sens contraire la consultation juridique de Maître de Roux produite à la *Semaine de la Monnaie* en juin 1922.

(3) M. Jacquier, député, a déposé, en mars 1925, une proposition de loi donnant aux contractants toute liberté pour le choix de la monnaie de paiement.

L'application du franc or aurait sans aucun doute de sérieux avantages. Tous les contrats deviendraient plus sincères; les contrats à longue durée en particulier, seraient facilités et rendus plus équitables. Les industriels et les commerçants pourraient établir plus facilement leurs prix de revient; ils retireraient de la clause or, une assurance contre la baisse. Ils seraient également favorisés par le jeu du droit de douane payable en or qui augmenterait la protection déjà accordée par les tarifs douaniers.

Mais ces avantages ne seraient assurés qu'aux dépens du consommateur. Ce dernier ne saurait jamais combien il aurait à déboursier pour acquérir les produits ou services devant satisfaire ses besoins. De même, les débiteurs connaîtraient, seulement au moment du règlement de leurs dettes, ce qu'ils auraient à payer.

Matériellement, dans le commerce de détail, l'application du franc or comporterait, pour les ventes quotidiennes au comptant, de multiples inconvénients. Le mécanisme des caisses de compensation corporatives, prévues par les partisans du franc or, ne fonctionnerait pas sans de sérieuses difficultés.

Quant à l'établissement en francs or des bilans, il est à noter que le passif exprimé en or incitera les producteurs désireux d'éviter toutes pertes, à posséder la plus grande partie de leur actif liquide en valeurs or (marchandises, devises étrangères, valeurs étrangères). Il pourrait en résulter pour les entreprises une crise de trésorerie aiguë.

Enfin, la stipulation or ne pouvant s'appliquer aux seuls contrats privés, il faudrait l'étendre aux rapports entre l'Etat et les particuliers. Les fonctionnaires exigeraient que leurs appointements leur fussent décomptés en francs or. D'autre part, l'Etat serait contraint de faire payer les impôts en les décomptant au change du jour.

Le franc or n'est donc pas un remède à l'instabilité monétaire; son application aboutirait fatalement et très rapidement à la dévaluation.

CHAPITRE XI

LA DÉVALUATION DANS LE MONDE

§ I. — *Le plan de M. J. M. Keynes*

M. J. M. Keynes, professeur d'économie politique à l'Université de Cambridge et auteur du livre « *The economic consequences of the peace* », qui eut un si grand retentissement, publia en avril 1922 dans le *Manchester Guardian* une série d'articles sur « *The re-constitution in Europe.* »

Un de ces articles intitulé « *The stabilisation of the european exchange, a plan for Genoa* » parut quelque temps avant la Conférence de Gênes.

M. Keynes examine quelle est la politique la plus avantageuse pour un pays : fixation du change à un niveau facile à maintenir ou amélioration graduelle du change par la déflation. Il arrive à cette conclusion qu'il est plus important et plus sage de fixer le change que de chercher à l'améliorer. M. Keynes estime donc qu'un pays dont la monnaie s'est dépréciée, doit se résigner à cette baisse. Son crédit restera fixé au point où l'auront entraîné les circonstances et sa mauvaise politique financière.

Cependant, le monde ne peut rester dans cet état d'instabilité monétaire qui caractérise la période

d'après guerre, et il est indispensable pour les nations européennes de revenir à l'étalon d'or. Pour arriver à ce but, M. Keynes préconise l'application d'un plan général de stabilisation des changes européens que l'on peut résumer ainsi.

Les Etats Européens sont partagés en trois groupes :

a) Pays dont l'unité monétaire ne s'écarte pas beaucoup du pair (Angleterre, Hollande, Suède, Espagne, Suisse).

b) Pays dont l'unité monétaire marque, par rapport au pair, une dépréciation assez grande (France, Belgique, Italie).

c) Pays dont l'unité monétaire est tombée à un niveau extrêmement bas.

Les pays dont la monnaie est tombée de plus de 20 % au-dessous de la valeur de 1914, sont adjurés de ne pas essayer de revenir à la valeur or d'avant guerre. Les monnaies doivent être convertibles en or aussitôt que possible à des taux tels que la conversion puisse être maintenue avec facilité dans l'avenir. Mais afin d'éviter un trouble profond dans le marché mondial de l'or, les Etats sont invités, pendant que leurs banques émettront contre remise d'or, des billets ayant caractère libératoire, à ne pas frapper des pièces d'or et à ne pas laisser ces dernières circuler comme monnaie libératoire.

Afin de satisfaire éventuellement le prestige national, M. J. M. Keynes prévoit que le taux de conversion pourra éventuellement être élevé de 6 % par an.

M. Keynes propose également, étant donné l'insuffisance des réserves européennes, que le « Federal Reserve Board » accepte de faire des prêts d'or temporaires à 10 % d'intérêt, à chacune des banques centrales participantes. Le prêt total à l'Europe, et le prêt à chaque pays seraient sujets à un maximum. Pour empêcher les retraits d'or non motivés, une différence de 5 % entre les prix d'achat et de vente de l'or sera établie par les Banques Centrales.

M. Keynes établit, sur la base des cours des changes de fin janvier 1922, le tableau suivant pour les taux de conversion à fixer dans les différents pays d'Europe.

	Taux d'émission garanti auquel les billets seront émis en échange d'or	Taux de conversion des billets en or
Livre sterling.....	1 = 4,20 dollars	1 = 4,41 \$
Francs français.....	100 = 8 —	100 = 8,4
Francs belges	100 = 8 —	100 = 8,4
Lires italiennes.....	100 = 4,40 —	100 = 4,62
Couronnes suédoises.	100 = 25,50 —	100 = 26,80*
Couronnes norvégiennes..	100 = 17 —	100 = 17,85
Couronnes danoises..	100 = 21,25 —	100 = 22,31
Florins hollandais...	100 = 38,20 —	100 = 40,20*
Francs suisses.....	100 = 18,35 —	100 = 19,30*
Pesetas espagnoles..	100 = 18,35 —	100 = 19,30*
Couronnes tchèques.	100 = 1,50 —	100 = 1,575

Les chiffres marqués d'un astérisque correspondent à la parité d'avant-guerre.

M. Keynes établit ensuite la valeur en or des billets en circulation dans les différents pays, ces billets étant considérés comme « standard circulation » et il déter-

mine le montant des prêts d'or respectifs qui pourraient être consentis par le Federal Reserve Board.

	Chiffres en millions de dollars des billets émis	Réserves or et argent	Emprunts possibles en millions de dollars
Grande Bretagne.	1.700	790	150 = 8,82 % de la circulation
France.....	2.900	770	150 = 5,17 % —
Belgique.....	500	50	75 = 15, % —
Italie.....	925	270	140 = 15,13 % —
Suède.....	140	75	20 = 14,28 % —
Norvège.....	65	40	10 = 15,38 % —
Danemark.....	95	70	15 = 15,78 % —
Hollande.....	400	245	60 = 15, % —
Suisse.....	160	110	25 = 15, % —
Espagne.....	770	500	100 = 12,98 % —
Tchéco-Slovaquie	170	13	25 = 14,70 % —

Si l'on fait le total des prêts possibles que le Federal Reserve Board des Etats-Unis pourrait consentir à l'Europe, on arrive au chiffre de \$770 millions.

Le plan limitant à 500 millions de dollars le prêt global à l'Europe, il en résulte que les pays ne pourraient user tous ensemble de leur faculté totale d'emprunt auprès du Federal Reserve Board, et les chiffres du tableau ci-dessus seraient réductibles.

Le plan de M. Keynes ne vise pas une réforme particulière à un pays. C'est un plan qui embrasse l'Europe entière et qui, à un mal général, veut un remède général. Par sa nature même, il comporte donc maintes hypothèses et approximations.

Pour qu'il obtienne un plein succès, il est nécessaire qu'il soit appliqué par tous les Etats Européens

et qu'un concours financier des Etats-Unis intervienne. Ce sont là, au point de vue technique, des conditions assez difficiles à réaliser. De plus, il ne faudrait pas croire que l'ajustement du poids d'or nominal des monnaies à leur valeur intrinsèque est capable d'assurer à lui seul la stabilisation des changes. C'est ce que nous montrerons quand nous étudierons les conditions de la dévaluation du franc.

Il est à noter que M. Keynes parle dans son projet, seulement d'une stabilisation, alors qu'en réalité son système n'est rien d'autre qu'une dévaluation de toutes les monnaies européennes.

M. Keynes admet que le non règlement des questions des réparations et des dettes interalliées et que le déséquilibre de la plupart des budgets européens ajoutent aux difficultés du problème, mais il conclut néanmoins que la hardiesse en pareille matière est nécessaire et qu'une tentative de stabilisation peut et doit être faite.

Le système de M. Keynes pourrait d'ailleurs, dans la pensée de son auteur, trouver son application encore maintenant, puisque tout pays ne doit pas chercher à améliorer son change mais à le stabiliser, quel qu'en soit le niveau, même si ce niveau est extrêmement bas.

On remarquera que si le plan Keynes avait été appliqué sur les bases proposées par son auteur, la Grande-Bretagne aurait consacré délibérément une perte de 13,6 % environ sur son unité monétaire, alors qu'elle a réussi à relever, par des efforts opi-

niâtres, la livre sterling au pair; sans qu'aucune dévaluation ait été pratiquée, le franc suisse, le florin, la couronne suédoise sont revenus facilement au pair du dollar.

Quant à la stabilisation du franc sur la base de 40 centimes or environ, ç'eût été sans doute un évènement fort heureux, mais étant donné les circonstances particulières où s'est trouvé placé notre pays, on peut concevoir des craintes quant à la possibilité de maintenir cette valeur de notre monnaie au cours des trois années qui viennent de s'écouler.

§ II. — *La dévaluation à la Conférence de Gênes*

Le plan Keynes, s'il ne fut pas discuté officiellement par les délégations convoquées à la Conférence de Gênes, inspira néanmoins les résolutions qui furent votées par les Commissions.

Le principal souci des experts financiers à Gênes fut de déterminer les conditions qui rendraient possible le retour à l'étalon d'or à une date prochaine.

Voici quelles sont les conclusions des experts. Chaque pays doit avoir pour préoccupation dominante la stabilisation de la valeur de la monnaie. Les gouvernements s'efforceront de réaliser l'équilibre budgétaire sans faire appel à l'emprunt et ils fixeront pour leurs monnaies respectives de nouvelles parités or adaptées à la situation de chaque Etat.

Une entente internationale assurera le maintien des nouvelles parités entre elles. Les gouvernements

constitueront à cet effet des réserves qui pourront être représentées non seulement par des lingots d'or, mais aussi par des comptes créditeurs en banque, par le produit d'un emprunt non rapatrié, etc. Ces réserves permettront la vente de devises étrangères à un prix déterminé.

Pour faciliter l'application de ce plan général de dévaluation, les Banques d'émission doivent avoir leur complète autonomie et une coopération continue leur est recommandée.

Quand les conclusions du Comité des Experts furent discutées à la Sous-Commission des Monnaies, certains délégués émirent des réserves sur les tendances du rapport qui leur était présenté.

M. Ernest Picard, sous-gouverneur de la Banque de France, soutenu par les délégués d'autres États, en particulier ceux du Japon, de l'Italie et de la Belgique, protesta énergiquement contre tout plan obligatoire de dévaluation. En dépit de cette intervention, on put voir, par les résolutions relatives à la monnaie qui furent votées par la Conférence de Gênes que, sans être imposée, la dévaluation était cependant particulièrement recommandée aux États pour leur permettre de sortir du désordre monétaire.

Les doctrines de dévaluation n'ont eu dans le monde, ni un succès d'opinion, ni un succès pratique.

Nous ne faisons pas état des réformes monétaires intervenues en Autriche, en Pologne, etc., car la dévaluation y a été pratiquée à un taux tellement bas

qu'elle consacre en réalité la faillite monétaire de ces pays.

En 1922, une question sur la dévaluation ayant été posée à la Chambre des Communes, le Chancelier de l'Echiquier a fait une réponse évasive.

De son côté, la Chambre de Commerce Internationale a repoussé, en mars 1923, la dévaluation dont l'application était proposée par M. Ernest Cassel et elle a préconisé le système de la déflation comme le plus normal, le plus sain, le plus apte à remédier aux maux économiques dont souffre le monde.

DEUXIÈME PARTIE

La Dévaluation en pratique Les problèmes techniques qu'elle soulève

TITRE PREMIER

Les Conditions nécessaires au succès de la Dévaluation

CHAPITRE PREMIER

LE SYSTÈME MONÉTAIRE DE LA FRANCE

Les bases du système monétaire français sont établies par la loi du 7 Germinal, an XI. Aux termes de cette loi, cinq grammes d'argent au titre de $9/10$ de fin constituent l'unité monétaire qui conserve le nom de franc. Il en résulte que la valeur nominale du kilogramme d'argent frappé selon ces règles est de $1.000 : 5$, soit 200 francs.

La loi de Germinal attribua également au kilogramme d'or monnayé à $9/10$ une valeur nominale de 3.100 francs, en décidant qu'il pourrait être frappé au titre de $9/10$, 155 pièces or de 20 fr. par kilogramme, et elle reconnut le caractère de monnaies légales à

toutes les monnaies d'or et d'argent dont le pouvoir libératoire fut déclaré illimité.

La loi fixait ainsi un rapport fixe entre l'or et l'argent, rapport de 3.100 à 200, soit de 15 1/2 à 1. Ce rapport était celui que Calonne avait établi en 1785 quand il avait opéré la refonte des louis d'or et il correspondait aux valeurs marchandes des deux métaux.

Ce système comportait donc une unité monétaire, le franc, et deux étalons, l'étalon franc argent, celui-ci étant constitué par la pièce de 5 grammes, l'étalon franc or constitué par le vingtième de la pièce de 20 francs or. La loi de Germinal fixant à 3.100 le nombre d'unités monétaires, c'est-à-dire le nombre de francs, existant dans un kilogramme d'or au titre de 9/10 de fin, il en résulte que l'étalon franc or correspond à 0 gr. 32257 or au titre de 9/10 de fin, soit 0 gr. 2903 d'or fin. En fait, l'identité de valeur de l'étalon franc or et de l'étalon franc argent a toujours été maintenue.

De 1803 à 1840, cette identité fut permise par le maintien aux environs de 15 1/2 du rapport des valeurs marchandes des deux métaux. La loi de Germinal a permis aux pays à monnaie d'argent et aux pays à monnaie d'or de liquider leurs dettes internationales par l'intermédiaire de la France, qui jouait le rôle d'une véritable caisse de conversion.

La Convention de l'Union Latine prit naissance en 1865 à la suite de la dépréciation de l'or par rapport au métal blanc. Elle aboutit à la réduction du titre de 900/1.000 à 835/1.000 des pièces d'argent d'une valeur inférieure à 5 francs et à la suppression de la libre

frappe pour ces monnaies qui cessent en outre d'avoir cours légal.

La dépréciation de l'argent par rapport à l'or fit décider la suppression de la libre frappe de la pièce de 5 francs qui conserve cependant le cours légal (convention du 5 novembre 1878).

Lorsque le rapport de l'or à l'argent s'est élevé au-dessus de 15 1/2, le bimétallisme n'a plus joué que pour les règlements à l'intérieur et pour les règlements avec les pays faisant partie de l'Union Latine. Dans nos rapports vis-à-vis des pays monométallistes or, nous n'avons plus eu qu'un étalon, l'étalon franc or.

La parité de 1 à 15 1/2 entre l'étalon franc argent et l'étalon franc or n'a pu être maintenue en France que grâce à l'intervention de la Banque de France qui ne refusait jamais l'échange à ses guichets de quatre pièces de cinq francs contre une pièce de vingt francs. En cas de crise, la Banque, afin de défendre son encaisse, faisait payer une légère prime aux acheteurs d'or. Cette parité était maintenue même à l'étranger, car tout porteur de pièces de cinq francs savait qu'il pourrait obtenir contre ses pièces d'argent un crédit d'unités francs correspondant à des francs or, lesquels représentaient la véritable unité de compte.

Par dessus tout, la situation particulièrement prospère de la France, qui avait constamment une balance créditrice, empêchait la loi de Gresham de jouer.

En résumé, le crédit de la France dans le monde reposait, en fait, avant la guerre, sur l'étalon d'or ex-

portable. Seul l'étalon d'or d'ailleurs réalisait les conditions nécessaires pour qu'un métal constitue un étalon monétaire :

- a) Libre frappe;
- b) Circulation à l'intérieur du pays;
- c) Force libératoire illimitée.

Nous rappellerons succinctement le mécanisme des changes avant la guerre.

L'or est devenu, après la démonétisation de l'argent en Allemagne en 1873 et la suppression de la frappe libre de l'argent aux Etats-Unis en 1899, la commune mesure des valeurs reconnue par tous les Etats.

Dans un pays à monnaie saine, lorsque la balance des comptes n'est pas en équilibre, le cours du change tend à monter ou à baisser jusqu'au moment où des envois d'or rétablissent l'équilibre. Les limites dans lesquelles varie le change sont fixées par le « gold point » d'entrée et le « gold point » de sortie, le premier étant le cours au-dessous duquel le débiteur étranger d'un pays dont la balance des comptes est créditrice, a intérêt à faire un envoi d'or plutôt que d'acheter une traite sur ce pays, le second étant le cours au-dessus duquel un débiteur de l'étranger dans un pays à balance déficitaire a intérêt à faire des envois d'or, plutôt que d'acheter une traite sur le pays étranger.

L'or a donc un rôle capital, car c'est le seul instrument de règlement des créances internationales. Avant la guerre, le métal jaune servant aux règlements

internationaux était fourni par les Banques d'Émission qui étaient les réservoirs où venait affluer l'or versé par l'étranger. Les variations du taux de l'escompte suffisaient pour provoquer l'entrée d'or ou en arrêter l'exode.

Sous un régime monétaire métallique, l'entrée et la sortie du métal précieux commandées par le taux de l'escompte, l'émission des billets de banque convertibles en or sont les deux facteurs qui, par leur jeu combiné, procurent l'adaptation de la quantité de monnaie aux besoins de la circulation.

Ce système de répartition automatique de l'or entre les différents marchés qui étaient pour ainsi dire inter-communicants, fut l'élément fondamental de la stabilité des changes, et l'un des principaux facteurs ayant contribué à la prospérité économique que l'on a pu constater dans le monde, au cours des années qui précédèrent la guerre.

Lorsqu'un pays est soumis au régime du papier monnaie inconvertible, le « gold point » d'entrée subsiste si l'entrée du métal n'est pas interdite et la valeur de la monnaie à l'étranger ne peut être supérieure à la valeur nominale. Par contre, le « gold point » de sortie ne joue plus son rôle; par suite de l'absence de monnaie commune entre ce pays et l'extérieur, la prime sur l'or peut s'accroître dans des proportions considérables. Les changes subissent alors des oscillations étendues ainsi qu'en témoigne l'histoire monétaire des États d'Europe ces dernières années.

CHAPITRE II

LES CONDITIONS TECHNIQUES NÉCESSAIRES AU SUCCÈS DE LA DÉVALUATION

Pour qu'une dévaluation soit effectuée avec succès, il faut d'abord être certain que tout risque d'inflation est définitivement écarté. La cause principale des émissions de papier monnaie est le manque d'équilibre budgétaire. Nous examinerons par conséquent si cet équilibre est réalisé. Nous verrons ensuite dans quelle mesure la dette flottante et la dette à court terme qui pèsent sur le pays peuvent contribuer à l'inflation.

Le maintien à l'extérieur de la nouvelle valeur de l'unité monétaire suppose également que la balance des comptes est parfaitement équilibrée. Nous étudierons les conséquences qui peuvent résulter de l'existence des avoirs en francs détenus par l'étranger et nous verrons l'influence sur la balance des comptes d'un règlement des réparations et des dettes inter-alliées.

Ces conditions techniques réalisées, il est nécessaire qu'une réserve d'or ou de crédits or considérable soit constituée, afin de parer à tous aléas.

Nous allons d'ailleurs examiner un cas pratique de

dévaluation, celui intervenu en Russie en 1897. Cette brève analyse fera ressortir nettement les caractères d'une semblable réforme monétaire.

La Russie a été soumise au régime du papier monnaie de 1768 à 1897. De 1768 à 1843, ce fut le régime des assignats et de 1843 à 1897, celui du rouble crédit. La perte du rouble papier par rapport à l'or a oscillé, pendant la période de 1854 à 1887, de 12 à 48 %.

En 1887, le Comité des Finances, ayant perdu tout espoir de ramener le rouble papier au pair de la monnaie métallique, décida de stabiliser la valeur du rouble crédit pour pouvoir l'échanger contre des espèces sur la base du cours de cette époque, qui correspondait à 1 rouble 50 crédit pour 1 rouble or.

Le Gouvernement Russe prépara pendant 10 ans cette réforme, en affermissant par l'équilibre du budget son crédit à l'intérieur et à l'extérieur, en constituant un stock d'or considérable et en consolidant le change.

La constitution de réserves d'or fut obtenue par la perception en or des recettes douanières, la centralisation de la production des mines du pays, et le solde d'emprunts étrangers. Quant à la consolidation du change, elle fut réalisée par l'augmentation ou la diminution de la circulation fiduciaire ainsi que par la vente d'or aux commerçants qui devaient effectuer des règlements à l'extérieur. La vente s'effectuait aux en-

virus du cours fixé : 1 rouble or pour 1,5 rouble crédit.

En 1895, M. Witte, le Ministre des Finances, décida de ménager, avant de fixer définitivement la valeur du rouble billet, une période de transition au cours de laquelle le public serait autorisé à contracter valablement des engagements libellés en or, à effectuer en monnaies d'or des versements aux caisses publiques, sur la base de 1 rouble or pour 1 rouble 1/2 billet. La Banque d'Etat Russe remit de la monnaie d'or en circulation.

En 1897, le tsar Nicolas fixait définitivement la valeur du rouble à 2 fr. 66 ou 25 pence 1/3, et substituait au régime du papier monnaie basé sur l'argent, le monométallisme or.

Du bref résumé que nous venons de faire de la réforme monétaire russe, trois points se dégagent :

1° Ce fut une œuvre de longue haleine, réalisation d'un programme largement conçu et énergiquement exécuté.

2° La réforme s'appuya sur trois assises : l'équilibre budgétaire, la consolidation du change, la réserve d'or.

3° La mesure finale de dévaluation de 1897 ne fit que couronner l'édifice en consacrant l'équilibre économique financier et monétaire dont bénéficiait alors la Russie.

CHAPITRE III

L'ÉQUILIBRE BUDGÉTAIRE

Les dépenses occasionnées par le conflit européen ne pouvaient naturellement être couvertes en France par les seules recettes fiscales.

Les dépenses de guerre proprement dites, la reconstitution des pays dévastés, les pensions attribuées aux victimes des hostilités absorbèrent des sommes considérables.

Les tableaux ci-après résument :

1° Le mouvement des dépenses de l'Etat et des recettes fiscales pour les années comprises entre 1913 et 1924.

2° Les différentes catégories de dépenses qui ont incombé à l'Etat.

Années	Recettes	Dépenses	Déficit
	en milliards de francs		
1914	4.2	10.4	6.2
1915	4.1	22.1	18.
1916	4.9	36.8	31.9
1917	6.2	44.7	38.5
1918	6.8	56.7	49.9
1919	11.6	54.2	42.6
1920	20.1	58.1	38.
1921	23.1	51.1	28.
1922	24.2	48.9	24.7
1923	27.7	45.8	18.1
1924	31.1	40.2	9.1

Années	Charges militaires	Dette publique	Services civils	Dépenses dites recouvrables	Comptes spéciaux	Totaux
			en milliards de francs			
1914	6.5	1.4	2.	0.4	0.1	10.4
1915	14.7	1.8	2.5	1.9	1.2	22.1
1916	23.9	3.3	2.8	2.9	3.9	36.8
1917	28.6	4.8	4.1	4.1	3.	44.6
1918	36.1	7.	5.4	6.	2.1	56.6
	109.8	18.3	16.8	15.3	10.3	170.5
1919	18.2	7.9	9.2	15.5	3.4	54.2
1920	7.6	11.7	11.4	22.3	5.1	58.1
1921	6.	11.1	9.9	21.4	2.7	51.1
1922	5.	13.6	7.7	22.1	0.5	48.9
1923	4.8	12.8	6.5	21.7		45.8

Les dépenses auxquelles l'Etat eut à faire face après la guerre peuvent être partagées en deux groupes :

1° Dépenses du budget général (service de la dette publique, budgets de la guerre, de la marine, fonctionnement des services publics).

2° Dépenses recouvrables effectuées en anticipation des versements que nous pensions recevoir de l'Allemagne :

a) Sommes remises aux sinistrés à titre de règlement des dommages constatés;

b) Pensions de guerre, intérêts des sommes qui ont été empruntées pour être remises aux sinistrés.

L'inscription des dépenses recouvrables à un compte spécial (1) « Budget spécial des dépenses recouvrables sur les versements à recevoir en exécution

(1) Après la guerre de 1870-1871, on a connu les comptes de liquidation, mais ces comptes ne peuvent être comparés même de loin aux dépenses issues de la guerre 1914-1918.

des traités de paix » alimenté par l'emprunt paraissait, au lendemain de la guerre, conforme aux principes de saine comptabilité. L'étendue des dommages subis par la France était ainsi montrée au monde entier.

Un pareil système n'était pas cependant sans présenter des inconvénients qui devaient s'affirmer au fur et à mesure des manquements successifs de l'Allemagne, dans le paiement des réparations. En effet, alors que des emprunts continuels étaient effectués par l'Etat ou avec la garantie de l'Etat dans le but de faire des avances aux régions libérées, aucune recette ne venait de l'Allemagne en contre-partie.

L'existence de ce budget des dépenses recouvrables donnait libre cours à la critique des étrangers qui analysaient nos méthodes financières. Ce fut en particulier un des arguments qui furent invoqués au début de 1924 par la spéculation internationale, lors de sa grande attaque contre le franc.

L'incorporation du budget des dépenses recouvrables au budget ordinaire s'est effectuée en plusieurs étapes.

1° Le service des dettes contractées pour les dépenses recouvrables antérieurement au 1^{er} janvier 1922 et qui absorbait 3.638 millions, a été inclus en 1923 dans le budget général.

2° Une somme de 6 milliards comprenant les intérêts des emprunts émis depuis le 1^{er} janvier 1922 et les annuités nécessaires pour faire face au service des

pensions fut incorporée en février 1924, après la violente attaque spéculative contre notre monnaie, aux dépenses du budget général.

3° Le projet de budget de 1925 déposé par le gouvernement, mentionne qu'il n'y aura plus d'emprunt, sauf pour terminer la reconstitution des régions dévastées. Les arrérages des emprunts restant à émettre devront être couverts par des ressources normales.

On est ainsi revenu au principe de l'unité budgétaire inappliqué pendant onze ans. Le budget de 1925 (1) comporte les évaluations suivantes :

Recettes prévues	34.183 millions
Dépenses prévues	34.140 »
Excédent des recettes	<u>43 »</u>

Il est à remarquer que le service de la dette publique absorbe à lui seul environ 60 % de nos ressources annuelles.

Les recettes ont été évaluées d'après celles de 1923 et corrigées d'après les résultats connus de 1924. Elles comprennent 1.250 millions au titre des versements à recevoir de l'Allemagne en 1925, en exécution du plan Dawes.

En dépit des mécomptes que l'année 1925 peut apporter pour les revenus fiscaux, on constate que le pays poursuit son effort dans la réalisation de l'équilibre budgétaire et que cet équilibre sera prochainement atteint.

(1) Projet de budget en février 1925, remanié par la Chambre.

Les recettes normales de l'Etat peuvent couvrir non seulement les dépenses des services publics et le service des emprunts de guerre, mais aussi le service des emprunts contractés en vue de faire face aux réparations.

Ce résultat a été obtenu par un effort fiscal qui s'est affirmé surtout à partir de 1920. Nous en signalerons rapidement les principales étapes.

Loi du 29 décembre 1915 décidant la mise en application de l'impôt sur le revenu. Loi du 1^{er} juillet 1916 créant la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre. Loi du 30 juin et du 30 décembre 1916 relevant certains impôts et procurant un supplément de ressources de 800 millions. Loi du 31 juillet 1917 instituant les impôts cédulaires. Loi du 31 décembre 1917 créant la taxe successorale et remaniant les tarifs des donations et des mutations par décès. Loi du 29 juin 1918 aggravant les tarifs de différents impôts. Loi du 25 juin 1920 constituant un effort sérieux de redressement fiscal tant en ce qui concerne les augmentations de tarifs que la création de nouveaux impôts.

Loi du 22 mars 1924 instituant le double décime et élevant les tarifs de certains impôts.

Pour juger sainement le développement de l'effort fiscal, il convient, croyons-nous, de ramener à une base commune le montant des recettes fiscales enregistrées depuis l'armistice. Il ne faut pas perdre de vue, en effet, que le grossissement nominal constaté

dans le rendement des impôts est dû, en grande partie, à la dépréciation du franc.

Si l'on convertit en francs or, sur la base du cours moyen annuel du franc papier, le montant des impôts perçus depuis 1919, on arrive aux résultats suivants (1) :

	Cours moyen du franc papier en centimes or	Rendement nominal en milliards de frs papier	Valeur réelle en milliards de frs or
1913	100	5.5	5.5
1919	71	10.	7.
1920	36	15.	5.5
1921	38	16.5	6.
1922	42	20.	8.
1923	31	23.	7.
1924	26	26.	6.7

Quant au budget de 1925, il se traduit ainsi :

PROJETS	Recettes en millions		Dépenses	
	frs papier	frs or	frs papier	Budget 1914 frs or
Gouvernement (nov. 1924)	32.853	8.531	32.815	5.191
Chambre (fév. 1925)	34.183	8.887	34.140	
Sénat (mars 1925)	32.974	8.573	32.496	

Le premier de ces deux tableaux montre que l'effort fiscal a été insuffisant.

Il est à remarquer qu'entre le 25 juin 1920 et le mois de janvier 1924, aucun programme général d'impôts nouveaux ou d'aggravation des impôts existants ne fut proposé par le Gouvernement, alors que

(1) Tableau emprunté à l'article de M. Charles Lallemand dans la *Revue Politique et Parlementaire* du 10 octobre 1924.

du fait de la carence allemande, la Trésorerie devait supporter des charges considérables pour assurer la réparation des ruines laissées par la guerre.

Le service de la dette publique seule absorbe 60 % des recettes annuelles telles qu'elles sont prévues dans le budget de 1925.

Il est utile d'analyser les éléments de la dette publique. Au 31 juillet 1924, elle se partageait ainsi (1) :

a) DETTE INTÉRIEURE

	Millions de francs
Dette perpétuelle et à long terme.....	149.395
Dette à court terme.....	37.174
Dette flottante	61.500
Dépôt de fonds au Trésor.....	6.781
Reliquats dûs sur les avances nouvelles de la Banque de France	23.000
	277.850

soit 73.550 millions de francs or sur la base du cours moyen du change de juillet 1924.

b) DETTE EXTÉRIEURE

	Millions au pair
Dette commerciale au 31 juillet 1924.....	5.149
(soit 19.450 millions en décomptant le dol- lar à 19.30).	
Dette politique	30.815

c) DETTE VIAGÈRE :

	Millions de francs
Pensions de guerre, valeur en capital.....	34.500
Pensions civiles et militaires.....	30.000
(Capitalisation à 5 % des arrérages).	

(1) Voir l'inventaire de la situation financière de la France présenté par M. Clémentel, ministre des Finances.

La récapitulation de ces différents postes donne	
pour la dette intérieure	73.550 millions de francs or.
» extérieure	35.964 »

109.514 millions de francs or.

Ce chiffre, comparé à celui de 32.594 millions, montant de la dette publique en 1913, accuse un accroissement de la dette de 230 %.

Trois points particuliers attirent l'attention par leur importance, lorsqu'on passe en revue les éléments de notre dette :

- 1° La dette vis-à-vis de la Banque;
- 2° La dette flottante;
- 3° La dette extérieure.

Il est évident que le pays ne saurait rester avec une dette d'un montant aussi considérable, dont le service absorbe à lui seul 60 % des recettes fiscales. Aussi, le Gouvernement a-t-il envisagé le projet d'une Caisse autonome d'amortissement de la dette intérieure, caisse qui serait alimentée par un prélèvement sur la fortune acquise, une taxe annuelle sur l'enrichissement, un impôt sur le revenu des capitaux.

En supposant que le franc se maintienne à son présent niveau, peut-on espérer que le budget est actuellement étale, et que les dépenses publiques ont atteint leur niveau le plus élevé ? L'augmentation des dépenses peut provenir soit de l'achèvement de la reconstitution des régions libérées, soit du règlement

de nos dettes envers les Trésoreries américaine et anglaise.

Voyons où en est la reconstitution des régions dévastées.

Les dommages causés au domaine de l'Etat, évalués à 20 milliards environ, sont réparés en presque totalité. Quant aux dommages causés aux biens privés et évalués à 80 milliards, les trois quarts environ sont réparés. Les sommes versées par l'Etat aux sinistrés dépassaient, le 30 septembre 1924, 59 milliards de francs, et après l'exécution des programmes prévus au budget de 1925, il n'y aura plus que 15 milliards de dépenses au maximum.

Lorsque la restauration des régions dévastées sera terminée, il semble qu'un budget de 38 milliards environ puisse constituer un plafond. Nous avons élevé le montant du budget de 1925 pour tenir compte

a) De l'annuité relative aux emprunts qui devront être émis pour assurer la fin de la reconstitution des régions libérées;

b) Des sorties de fonds éventuelles que pourrait entraîner le règlement des dettes interalliées;

c) Du supplément de dépenses que pourra apporter l'exécution du projet de loi sur les assurances sociales.

C'est là un chiffre tout à fait approximatif que nous prenons uniquement pour fixer les idées et qui pourrait être modifié par les événements. Il est basé bien entendu sur le maintien du pouvoir d'achat du franc à son niveau actuel. Traduit en francs or, le bud-

get ressortirait à 11 milliards, soit le double du budget d'avant guerre qui s'élevait à 5 milliards.

Une telle charge pourrait-elle être supportée par le pays ?

Si l'on admet que l'ensemble des revenus des particuliers, estimé avant la guerre à 36 milliards de francs or, s'est maintenu au même niveau, le budget absorberait maintenant près du tiers du revenu du pays, alors qu'avant la guerre il absorbait seulement le septième. Mais le chiffre de 36 milliards est certainement inférieur à la réalité. Le revenu du pays est inférieur à celui d'avant guerre si on l'exprime en marchandises, mais supérieur quand on l'établit en francs or, car l'or a perdu de son pouvoir d'achat, ainsi qu'en témoigne l'indice des prix aux Etats-Unis.

Un budget de 38 milliards francs papier, correspondant à 10 ou 11 milliards de francs or, ne paraît donc pas au-dessus des possibilités du pays, à condition que l'effort fiscal soit équitablement réparti sur l'ensemble de la nation.

Nous ferons toutefois une remarque. Lorsqu'un pays veut restaurer sa situation monétaire et sa situation financière, l'équilibre budgétaire est absolument nécessaire, mais il est indispensable d'éviter dans la poursuite de cet équilibre l'inflation budgétaire.

Le principe souvent mis en avant « pas de dépenses nouvelles sans ressources correspondantes » est excellent, mais il ne faut pas que les gouvernants laissent gonfler dans une proportion démesurée le budget par

une augmentation continue des dépenses. Un budget qui absorberait une part trop importante du revenu national, risquerait, même s'il était parfaitement équilibré, de provoquer une hausse des prix. Cette hausse en s'accroissant serait une source d'inflation, destructive de l'équilibre laborieusement acquis.

CHAPITRE IV

LA DETTE FLOTTANTE

La Trésorerie eut à assumer, dès le commencement des hostilités, un effort considérable pour combler le déséquilibre entre les recettes et les dépenses de l'Etat. Cet effort, au lieu de s'atténuer après l'armistice comme il eut été normal, dut être encore amplifié par suite de la carence de l'Allemagne.

La France est, depuis 1920, ne l'oublions pas, le banquier d'un débiteur défaillant, et c'est la raison principale des difficultés dans lesquelles nous nous débattons.

Les ressources procurées par la Trésorerie furent de nature très diverse (emprunts intérieurs à long terme, emprunts extérieurs, emprunts à court terme).

Un moyen de trésorerie qui procura des ressources abondantes au Gouvernement fut « le Bon de la Défense Nationale ». Les raisons du succès rencontré auprès du public par le Bon de la Défense Nationale sont multiples : facilités de souscription, de remboursement, placement temporaire anonyme, donnant un intérêt rémunérateur et la certitude de la conservation du capital nominal, exonération de l'impôt cédulaire et de l'impôt global sur le revenu (loi du 13 mars 1924).

On peut voir par le tableau de la dette flottante au 31 juillet 1924, l'importance du nombre des Bons de la Défense Nationale en circulation.

Bons ordinaires du Trésor.....frs	5.213.047.000
Bons de la Défense Nationale (1).....	56.287.000.000
Dépôt de fonds au Trésor	6.781.200.000
Reliquat dû sur les avances nouvelles de la Banque de France	23.000.000.000
frs	91.281.247.000

La décomposition, au point de vue de la durée, des 56 milliards de Bons s'établit comme suit :

Les Bons à 1 an	représentent	environ	71 %	de la circulation totale
— 6 mois	—	19 %	—	
— 3 mois	—	5 %	—	
— 1 mois	—	5 %	—	

Une grande partie de ces Bons est possédée par des particuliers, mais une proportion notable est détenue par les Banques qui, grâce au réescompte possible auprès de la Banque d'Emission, trouvent là un emploi pour leurs disponibilités; le solde sert d'emploi provisoire d'une partie du fonds de roulement des entreprises.

Il n'est pas à craindre que l'Etat soit contraint de rembourser subitement 56 milliards de Bons d'un seul bloc. La plus grande partie de ces Bons étant à échéance d'un an, les remboursements seraient éche-

(1) Les Bons de la Défense en circulation au 31 janvier 1925 atteignaient 54.866.000.000 francs.

lonnés sur la même période. Mais il ne faut pas se dissimuler que le Trésor serait placé dans une situation très précaire si, par suite d'un krach, d'une panique même injustifiée, les porteurs présentaient leurs Bons au remboursement sans que de nouveaux souscripteurs apportent leurs disponibilités à l'Etat.

De même, une hausse rapide des prix, une grande activité économique nécessitant la rénovation de l'outillage et des achats de matières premières, pourraient entraîner le remboursement d'un grand nombre de Bons et placer le Trésor devant de graves difficultés. On a vu le fait se produire, sur un mode atténué il est vrai, en 1922.

Sans faire intervenir un remboursement global des Bons, on peut donc concevoir quelque inquiétude si un excès des remboursements sur les souscriptions, excès de l'ordre de 8 à 10 milliards, venait à se produire sur une période de 4 à 6 mois. L'Etat serait contraint de demander un moratoire ou bien de faire appel à la Banque d'Emission. La seconde solution aurait pour conséquence directe l'inflation. Les nouveaux billets introduits dans la circulation provoqueraient la hausse des prix qui entraînerait elle-même le déséquilibre budgétaire. L'économie générale du pays se trouverait bouleversée et on retomberait dans les pires désordres monétaires.

Au danger que constituent pour la Trésorerie les Bons de la Défense Nationale, vient s'ajouter celui présenté par la dette à court terme. Cette dette s'établissait, au 31 juillet 1924, à 37.174 millions de francs, le

service des intérêts s'élevant à 2.166.840.000 francs.

Elle est représentée par :

Bons du Trésor à 2 ans.....	3
Bons à 3 et 5 ans.....	8.237
Bons à 3-6 et 10 ans.....	16.279
Bons du Crédit National 1922.....	6.309
Obligations Défense Nationale.....	6.346

Fcs : 37.174 millions

Sur ces 37.174 millions, 22.950.693.000 francs peuvent être présentés au remboursement en 1925, mais seulement 333.671.000 d'obligations décennales étaient remboursables en totalité le 16 février. Le reste, soit 22.617.022.000 frcs est remboursable à la volonté des porteurs, aux dates suivantes :

1 ^{er} juillet, échéance de 3 milliards un quart, dépôt des titres le 1 ^{er} mars		
25 sept... — de 10 milliards,	—	1 ^{er} juin
8 décem ^{re} — de 8 milliards,	—	8 Août

Il entre dans les prévisions du gouvernement que 30 ou 40 % seulement de ces Bons sont susceptibles d'être présentés au remboursement.

Bien que le Gouvernement ait annoncé qu'il présenterait au Parlement en temps voulu les propositions nécessaires pour faire face aux demandes de remboursements, il ne faut pas perdre de vue que dans l'hypothèse où les nouveaux emprunts qui vont être offerts à l'épargne auraient un succès incomplet, le Trésor serait placé dans une situation difficile. Ici encore se présente donc la redoutable éventualité d'un appel à la Banque d'Emission.

De plus, les échéances de 1925 de notre dette extérieure nécessiteront un débours de 2.350 millions environ de francs papier dont 1.400 millions sont imputés sur les crédits budgétaires et 950 millions devront être fournis par la Trésorerie.

Si une dévaluation de notre monnaie devait intervenir avant que la dette flottante et la dette à court terme ne fussent consolidées, le nouveau système monétaire serait à la merci du moindre évènement défavorable.

Il est également à remarquer que sur ces 56 milliards de Bons, une certaine partie est souscrite par des étrangers, particuliers ou banques, détenteurs de francs. Une dévaluation monétaire mettant à néant les espoirs mis dans un relèvement ultérieur de notre monnaie, il serait à craindre que beaucoup de ces détenteurs étrangers de francs n'eussent la volonté de présenter leurs Bons au remboursement pour en rapatrier le produit dans leurs pays.

Aux conséquences désastreuses qu'apporterait ce rapatriement de fonds sur le marché du change, viendraient s'ajouter à l'intérieur du pays l'inflation monétaire et la hausse des prix.

Plusieurs projets ont été mis en avant pour la consolidation de la dette flottante; ces projets peuvent se partager en deux groupes. Les uns visent à transformer les Bons de la Défense en papier monnaie ayant un caractère libératoire, mais cette solution serait des plus fâcheuses. Les autres projettent le remplacement

des Bons par des titres d'emprunt bénéficiant d'avantages fiscaux particuliers. Aucun de ces projets n'a été discuté jusqu'à présent par le Parlement.

L'existence d'une dette à court terme et d'une dette flottante considérable constitue un grave obstacle à l'assainissement financier du pays. Il est à craindre que la consolidation de cette dette, si elle s'effectue par des voies normales, soit rendue peut-être très difficile par la faveur même qu'ont rencontrée les Bons de la Défense Nationale auprès du public.

CHAPITRE V

LA BALANCE DES COMPTES

Les éléments principaux de la balance des comptes sont :

1° La balance commerciale (différence des exportations et des importations) qui est le principal élément de la balance des comptes, son élément originel, sain, normal.

2° Les exportations ou importations invisibles; les exportations invisibles étant représentées par les dépenses des étrangers voyageant en France ou y vivant, les importations invisibles étant constituées par les dépenses des Français vivant ou voyageant à l'étranger.

3° Les intérêts sur les placements français à l'étranger.

4° Les intérêts sur les placements étrangers en France.

5° Les placements de capitaux étrangers en France.

6° Les placements de capitaux français à l'étranger.

7° Les économies des travailleurs étrangers expédiées à leurs familles hors de France.

8° L'importation ou l'exportation de métaux précieux et de monnaies réelles, etc., etc...

La balance des comptes comporte encore d'autres éléments, mais leur importance est relativement minime et nous les négligerons intentionnellement.

Nous ne ferons pas état non plus pour le moment des conséquences que peuvent entraîner pour notre balance des comptes, le règlement de la question des réparations et celui des dettes interalliées, car nous nous réservons de traiter à part ces deux questions.

Etudions en détail les différents facteurs que nous venons d'énumérer..

La statistique est impuissante à chiffrer l'importance de tous les éléments de la balance des comptes. Elle ne fournit des indications précises que sur les mouvements d'importation et d'exportation des marchandises. En ce qui concerne les autres facteurs, on ne dispose que de renseignements incomplets, puisés aux sources les plus diverses et dûs pour la plupart à la seule ingéniosité des statisticiens.

Nous essaierons d'établir quelle fut la balance des comptes pour l'année 1923.

Balance commerciale. — On sait que l'Administration des Douanes donne pour les importations des évaluations effectuées d'après les déclarations des importateurs telles qu'elles sont établies par ceux-ci en vue de l'impôt sur le chiffre d'affaires.

Quant aux exportations, la Commission permanente des valeurs en douane détermine la valeur des

produits qui font l'objet du commerce extérieur. Les chiffres donnés par l'Administration sont donc tout à fait approximatifs, en raison des erreurs et des négligences qui peuvent être commises dans les services de la douane et aussi en raison des fausses déclarations qui peuvent être effectuées par les importateurs ou les exportateurs.

Il est à noter également que le paiement des marchandises ne s'effectue pas en même temps que leur entrée dans le pays; des délais sont accordés pour le paiement.

D'après les chiffres publiés par l'Administration des Douanes pour 1923, le montant total de nos importations a été de..... 32.615 millions
et celui de nos exportations de.... 30.432 »

L'ensemble fait ressortir un déficit

global de 2.183 millions
Ce chiffre comporte plusieurs rectifications.

1° Les chiffres d'importation et d'exportation publiés par l'Administration des Douanes comprennent le commerce effectué par la France avec les colonies et les pays de protectorat. Or, ce commerce, qui s'est soldé en 1923 par un excédent d'environ 1 milliard au profit de la métropole, n'a procuré aucune remise sur l'étranger. Il est vrai que, d'un autre côté, les chiffres des Douanes ne comprennent pas les exportations faites par les colonies à l'étranger.

Admettons, pour tenir compte de ces deux ajustements, que le déficit commercial doive être grossi de

800 millions. Le déficit sera donc ainsi porté à 3 milliards.

2° Par contre, en sens inverse, la correction suivante doit être faite.

Dans les statistiques douanières du commerce extérieur, les importations sont évaluées d'après le prix de vente en France des marchandises importées. Il faut donc déduire de la valeur des importations :

- a) Le bénéfice de l'importateur;
- b) Les assurances et le fret payé aux Compagnies françaises.

De plus, on doit ajouter au chiffre marqué comme montant des exportations, le montant des frets payés aux Compagnies françaises et les frais de transport des marchandises étrangères passant en transit.

Enfin, 300 millions de francs de charbons qui figurent dans les importations ont été importés de la Ruhr, et n'ont pas donné lieu à un achat de devises étrangères. Ces différentes corrections peuvent représenter environ 1.500 millions.

Le déficit commercial serait ainsi ramené à 1.500 millions.

Exportations et importations invisibles. — Les dépenses faites par les étrangers en France sont considérables mais très difficiles à évaluer. En dehors des dépenses de séjour proprement dites, interviennent les achats de bijoux et d'objets de luxe. Avant la guerre déjà, la France, par ses richesses et ses beautés, attirait l'élite sociale des autres pays. Cette vogue n'a pas

cessé et l'attrait exercé par notre pays sur l'étranger est toujours très grand.

Beaucoup de raisons justifient cet afflux de visiteurs, entre autres les liens créés avec les combattants alliés qui vinrent combattre sur notre sol et aussi — facteur plus matériel — le bon marché relatif de la vie dû à la dépréciation du franc.

Aucune statistique précise n'existe quant au chiffre des dépenses des étrangers en France. Dans un travail publié en 1917 par la Société d'Economie Politique de Philadelphie, aux Etats-Unis, il était estimé que chaque année, avant la guerre, les Américains venaient dépenser en Europe 1.800 millions de francs. Si l'on accepte que la France bénéficiait de ces dépenses pour la moitié environ, on obtient le chiffre de 900 millions auquel venaient s'ajouter les dépenses des Anglais, des Scandinaves, etc. On arrive ainsi au montant de 1.200 millions environ pour les années d'avant guerre.

En tenant compte de la hausse du prix de la vie et de l'afflux des visiteurs étrangers depuis l'armistice, il semble qu'il ne soit pas déraisonnable d'évaluer ces dépenses à 4.500 millions (certaines estimations dépassent même 5 milliards), ce chiffre comprenant les dépenses des missions diplomatiques étrangères en France.

En déduisant de ce chiffre, les dépenses effectuées par les Français à l'étranger et les dépenses d'ordre diplomatique, entretien de nos représentants et participation aux dépenses d'organismes internationaux,

soit au total 500 millions, on arrive à un excédent des exportations invisibles sur les importations de 4 milliards.

Intérêts sur placements français à l'étranger. — Le portefeuille de valeurs étrangères détenues en France avant la guerre était évalué à 40 milliards de francs. Ce portefeuille s'est amoindri depuis 1914 du fait :

1° Des cessions bénévoles de titres qui furent consenties par les porteurs au gouvernement, dans le but de procurer à ce dernier les ressources de change dont il avait besoin;

2° De l'engloutissement total ou partiel des fonds investis en Russie, en Autriche, en Hongrie, en Turquie. Le montant des placements français avant la guerre atteignait en Russie 15 milliards, et en Turquie 3 milliards. Ces chiffres indiquent suffisamment l'importance des pertes subies par le portefeuille français.

3° Des opérations de l'arbitrage pour approvisionner le marché du change.

Cependant, il semble que le portefeuille étranger détenu en France n'ait pas diminué sans aucune compensation. Bien que la loi du 3 avril 1918 interdisant l'exportation des capitaux soit toujours en vigueur, des fuites de capitaux obtenues par des moyens plus ou moins détournés sur lesquels il serait trop long de s'étendre ici, ont eu lieu depuis 1920, et surtout depuis la fin de 1923. L'avoir français à l'étranger doit donc être encore respectable.

On estimait en 1922 que le portefeuille français comportait à cette époque pour 40 à 42 milliards environ de titres étrangers, fonds d'Etat compris, compte tenu de la dépréciation du franc; ce portefeuille ne doit pas être, à notre avis, inférieur à 60 milliards de francs papier avec un revenu de 2.500 millions au minimum.

Intérêts sur placements étrangers en francs. — Ces placements, qui étaient peu importants avant la guerre, sont maintenant considérables, en raison du fait suivant.

Les balances commerciales de 1919 et 1920 ont été largement déficitaires par suite des importations énormes que nous eûmes à assurer après l'armistice pour la reconstitution de nos stocks.

Le déficit s'est élevé pour 1919 à 23.920 millions
et pour 1920 à 23.010 »

Ce déficit colossal a été couvert de trois façons, par nos ventes de valeurs étrangères, par des emprunts émis à l'extérieur, enfin par la vente de francs sur les marchés extérieurs.

Les étrangers, croyant à la hausse de notre devise, ont préféré conserver leurs avoirs en francs plutôt que d'en convertir le montant en livres ou en dollars, à un cours qu'ils jugeaient peu avantageux.

Ces avoirs ont été investis en partie dans des achats immobiliers, surtout des achats de propriétés d'agrément, ou dans des acquisitions de valeurs mobilières. Le solde est resté en dépôt dans les Banques où il est

employé en placements à court terme, en Bons de la Défense Nationale principalement. On a évalué les dépôts seuls des étrangers dans les Banques françaises à 20 milliards de francs. Ce chiffre paraît exagéré si on le compare aux comptes courants créditeurs existant dans les grandes banques, car il faudrait admettre que tous les dépôts appartiennent aux étrangers.

Il est très difficile d'estimer le montant des avoirs en francs, valeurs mobilières et comptes en banque, donnant lieu à un revenu rapatrié par l'étranger.

En supposant que ce montant s'élève à 20 milliards, on peut lui appliquer un revenu de 1 milliard.

A ce chiffre, il faut ajouter la dette résultant des emprunts émis à l'étranger depuis 1914 sur lesquels nous avons à payer des intérêts, dette commerciale de l'Etat envers l'étranger, emprunts du Département de la Seine, des Compagnies de chemins de fer, des compagnies de navigation, au total 800 millions environ.

L'intérêt annuel que nous avons eu à acquitter en 1923, sur les créances que l'étranger détenait contre nous, a donc dû s'élever à 1.800 millions.

Emprunts étrangers placés pendant 1923 sur le marché français et remboursement par la France de dettes étrangères. — L'Office National des Valeurs Mobilières mentionne dans les statistiques relatives aux émissions que les emprunts étrangers (prêts monétaires à la Belgique, à l'Autriche, à la Roumanie, etc.)

placés sur le marché français en 1923 ont dépassé un milliard.

En outre le Trésor français a :

1° Remboursé 1.100 millions sur le montant de la dette commerciale contractée à l'étranger;

2° Fait 500 millions environ d'avances à des gouvernements étrangers.

Il y a donc eu dans l'ensemble, du fait de ces trois facteurs, un passif de change de 2 milliards 600 millions.

Economies des travailleurs étrangers expédiées par eux à leur pays d'origine. — Les statistiques du Ministère du Travail évaluent pour 1923 le nombre de ces travailleurs à 150.000 environ.

En tablant sur un salaire moyen de 22 francs par jour et sur des économies s'élevant pour la moyenne de ces travailleurs à 50 % du salaire, on arrive à un chiffre global de 500 millions comme montant des économies ayant pu être expédiées aux familles. En atténuation de ce chiffre, viennent naturellement les rentrées de fonds en France provenant de nos nationaux qui occupent un emploi à l'étranger.

En récapitulant les évaluations des différents éléments de la balance des comptes, on arrive au résultat suivant :

Balance des comptes rectifiée	— 1.500 millions	
Excès des exportations invisibles sur les importations invisibles	+ 4.000	»
Intérêts sur les placements français à l'étranger	+ 2.500	»
Intérêts sur les placements étrangers en France	— 1.800	»
Exportations de capitaux hors de France	— 2.600	»
Economies des travailleurs étrangers expédiées hors de France	— 500	»
TOTAL	+ 100	»

Le calcul ci-dessus n'est bien entendu qu'un calcul approximatif. Etant donné l'insuffisance des renseignements que l'on possède et l'incertitude que comportent les indications fournies par les sources officielles, il est impossible de procéder à une évaluation absolument précise.

Quoiqu'il en soit et compte tenu de tous les risques d'erreur qui faussent de pareils calculs, il semble qu'il n'est pas déraisonnable d'affirmer que pour l'année 1923, la balance des comptes s'est présentée sensiblement en équilibre.

En ce qui concerne l'année 1924, les renseignements nous manquent, alors que nous écrivons ces lignes, pour l'établissement d'un calcul analogue à celui pratiqué pour 1923.

On sait seulement que le principal élément de la balance des comptes, la balance commerciale est devenue active.

Les importations se sont élevées à 40.133 millions
et les exportations ont atteint..... 41.454 »

L'excédent des exportations sur les
importations s'est donc élevé pour
1924 à..... 1.321 »

Ce résultat, qui accuse par rapport à l'année précédente une amélioration de 3.578 millions, est dû en partie à la hausse des prix mais aussi à l'expansion du commerce français. Il est à noter que l'équilibre de notre balance commerciale n'avait pas été atteint depuis 1875.

Cette amélioration de notre commerce extérieur au cours de 1924 a dû fortifier assez sensiblement l'équilibre de notre balance des comptes.

Il nous reste à voir maintenant à quelles conditions cet équilibre est susceptible de se maintenir et à examiner quelle sera sur lui l'influence des réparations et des dettes interalliées.

Pour que la balance des comptes maintienne son équilibre, il faut naturellement que tous les éléments actifs ou passifs qui la déterminent puissent intervenir dans toute leur force.

Il est clair que l'équilibre s'effectuera dans des conditions plus favorables si les importations diminuent et si les exportations s'accroissent. En raison des circonstances nées de la guerre, l'accroissement de notre commerce extérieur est d'un intérêt vital pour le pays, et tous nos efforts doivent tendre à ce but.

En ce qui concerne les importations, nous devons :

1° Restreindre dans la mesure du possible les entrées de charbons anglais, par l'intensification de l'exploitation de nos houillères, l'utilisation des charbons allemands qui peuvent nous être remis au titre des réparations en nature et aussi par l'aménagement de nos ressources en houille blanche. La France est au premier rang des nations européennes pour sa richesse en chutes d'eau. Sur 8 millions de ch. qui peuvent être aménagés, nous disposons actuellement d'une puissance moyenne de 1,06 million pouvant être portée à 2 millions de ch. à l'époque des hautes eaux.

2° Réduire les appels au blé étranger par une politique agricole appropriée, procéder à la mise en valeur de nos colonies qui nous font des expéditions croissantes de produits alimentaires et qui sont susceptibles de nous fournir la plus grande partie des matières premières que nous demandons à l'étranger.

Du côté des exportations, il convient de s'efforcer de réaliser une politique de production à bon marché pour se livrer à une exportation considérable, et de faciliter les ventes de marchandises à l'étranger en organisant le crédit à l'exportation. Une telle politique commerciale visant au développement de nos relations économiques internationales doit être servie par une politique douanière appropriée. Il est donc indispensable que notre régime douanier, qui depuis la guerre a fonctionné de façon plutôt empirique et qui fut inspiré trop souvent par des préoccupations protec-

tionnistes, soit réformé dans un sens libéral, et qu'il tienne compte des nécessités qui s'imposent au pays dans le domaine économique.

Trois remarques doivent être faites concernant le développement de notre commerce extérieur :

a) Comme nous l'avons fait observer, nous bénéficions encore de la situation créée par l'inflation. Les prix intérieurs sont inférieurs aux prix extérieurs, ce qui constitue une véritable prime à l'exportation. Mais cette situation est toute temporaire et tôt ou tard l'équilibre des prix interviendra. Nos producteurs doivent donc particulièrement s'attacher à réduire leurs prix de revient.

b) Les obstacles que les exportateurs auront à vaincre à l'étranger ne seront pas minces. Une vague de protectionnisme s'est abattue sur le monde; les nations ont tendance depuis la guerre à vivre sur elles-mêmes et elles se défendent par des barrières douanières prohibitives.

c) En outre, l'écueil suivant doit être évité. La capacité industrielle de la France est de beaucoup supérieure à celle de 1914. Des améliorations considérables ont été apportées aux conditions de production, tant au point de vue matériel qu'au point de vue technique. Les régions libérées sont maintenant pourvues d'un outillage absolument moderne; l'Alsace-Lorraine apporte un appoint considérable à la production. Mais n'est-il pas à craindre que le pays ne s'industrialise à l'excès ?

On constate dans les régions agricoles une désér-

tion de plus en plus accentuée de la main-d'œuvre, attirée dans les villes par de hauts salaires et des conditions de vie plus agréables. Il est possible que le développement du machinisme compense dans les campagnes la diminution de la main-d'œuvre, mais rien n'est moins certain. Il faut donc veiller à ce que la production indigène ne diminue pas; autrement on serait contraint, pour assurer nos besoins alimentaires, de faire un appel plus large à l'étranger. On sacrifierait ainsi une production agricole certaine pour une production industrielle d'un écoulement peut-être très difficile à l'extérieur. L'équilibre de notre balance commerciale risquerait d'en souffrir profondément.

Pour ce qui est des exportations, il est utile également d'attirer l'attention sur le point suivant.

Il ne sert de rien à un pays de faire de grosses exportations si le produit n'en est pas rapatrié en totalité à l'intérieur.

On a vu en Allemagne, au moment de la baisse vertigineuse du mark, les exportateurs conserver à Londres ou à New-York la presque totalité du produit de leurs ventes à l'extérieur. Les ressources normales qui faisaient ainsi défaut sur le marché du change contribuèrent à accélérer la dépréciation du mark.

De même, en France fin 1923 et au cours de l'année 1924, certains exportateurs ont, en raison de la baisse du franc, conservé leurs devises à l'étranger plutôt que de les rapatrier. Ils se faisaient ouvrir par les banques

des crédits en francs sur les avoirs qu'ils détenaient à l'étranger.

Dans un pays dont la monnaie est instable, il y a là un danger qui peut être grave et les gouvernants ont le devoir de faire contrôler strictement par la Banque Centrale le marché du crédit, afin d'éviter le développement de pareilles pratiques si préjudiciables aux intérêts vitaux du pays.

Pour les importations, il faut prendre garde que les demandes de change correspondantes ne masquent des sorties de capitaux s'expatriant à l'étranger. La loi du 3 avril 1918 a institué le répertoire qui est un instrument de contrôle par lequel l'Administration peut s'assurer que les demandes de change couvrent bien des achats de marchandises importées.

En janvier 1924, il a été suggéré, afin de renforcer le contrôle déjà établi par le répertoire, de faire apostiller par les Chambres de Commerce intéressées les demandes de change émanant des commerçants. Mais une pareille intervention n'est pas sans présenter certains inconvénients. Outre que les Chambres de Commerce seront souvent obligées de donner leur visa un peu à l'aveuglette, on risque de porter une entrave sérieuse au commerce et à l'industrie.

D'aucuns préconisent, afin de rendre le contrôle du marché du change plus étroit, de recourir à l'institution d'une Centrale des Devises. Plusieurs pays, la Russie, l'Allemagne ont eu recours à un organisme central d'achat et de vente de devises mais le système a donné des résultats fort médiocres.

Avec une Centrale des Devises, tout exportateur est tenu, déduction faite de ce qui lui est nécessaire pour régler ses achats de matières premières, de remettre à cet organisme le surplus de change disponible. De même, les banquiers et agents de change qui, par suite de la vente de titres à l'étranger, disposent de devises étrangères, doivent les céder à la Centrale. Par contre, ceux qui ont besoin de devises étrangères doivent les demander à l'organisme central qui les leur cédera à un prix déterminé.

En fait, une grande partie des transactions de change échappe à la Centrale des Devises. Quant aux opérations effectuées par un semblable organisme, elles peuvent très bien masquer des exportations de capitaux. Pour empêcher ces exportations, il faudrait contrôler tous les virements de compte à compte, à l'intérieur du pays; cette surveillance est matériellement impossible. La création d'un organisme central d'achat et de vente de devises a, de plus, le danger d'interdire dans une grande mesure les importations de capitaux.

Enfin, pour ce qui est des ressources et des besoins de change résultant du portefeuille français à l'étranger, une remarque s'impose.

Si la monnaie est instable avec tendance à la baisse, il est à craindre que le revenu de ce portefeuille ne joue plus qu'un rôle très réduit dans l'équilibre de la balance des comptes. En effet, les détenteurs de valeurs étrangères conserveront à l'étranger le revenu de leurs titres et le réinvestiront sur place, plutôt que

de le convertir en monnaie dépréciée. Il en résultera une suppression des ressources sur lesquelles le marché du change pouvait compter.

Pour le même motif et malgré la loi d'interdiction d'exportation des capitaux, certains capitalistes, prenant peur, s'efforceront par des moyens plus ou moins détournés d'exporter des capitaux. La conséquence sera un accroissement des besoins de change.

Ceci nous amène à examiner les résultats obtenus par la loi du 3 avril 1918 « réglant l'exportation des capitaux et l'importation des titres et valeurs mobilières. »

On invoque en faveur de cette loi le soutien qu'elle prête à la valeur du franc en empêchant que la France ne se vide de ses capitaux. Par contre, les partisans du principe de liberté prétendent que la loi est mauvaise pour les deux raisons suivantes :

1° La loi du 3 avril 1918 interdit particulièrement la spéculation intérieure, mais elle est sans effet à l'étranger. La libre circulation des capitaux permettrait aux défenseurs du franc de lutter avec efficacité contre les tentatives des spéculateurs étrangers jouant à la baisse de notre monnaie.

2° L'interdiction maintient à l'étranger des capitaux qui rentreraient si leurs détenteurs étaient sûrs de pouvoir les faire sortir le cas échéant.

Il est à noter également que si la spéculation peut entraîner certains dangers, elle peut avoir, par contre, et en particulier en matière de change, un rôle régulateur bienfaisant.

La loi du 3 avril 1918 a rendu cependant des services évidents, en particulier au cours des sombres journées de janvier et février 1924 qui furent marquées par la grande attaque de la spéculation étrangère contre notre devise. Avec la panique qui commençait à se manifester, la liberté eût été déplorable. On eût assisté à une ruée du public qui aurait acheté des devises en quantités énormes. Les francs ainsi mis à la disposition du marché auraient alimenté la spéculation qui en eût profité pour redoubler ses attaques contre le franc. D'un autre côté, on peut être certain que les détenteurs d'avoirs étrangers, n'auraient pas, en de telles circonstances, effectué des rapatriements de capitaux. Bien plus, il est probable qu'ils eussent au contraire cherché à accroître leur actif à l'étranger. Dans ces conditions, le redressement de notre monnaie eût été rendu, sinon impossible, du moins plus difficile.

L'interdiction d'exportation des capitaux eût dû être prescrite sous peine de voir le pays rouler dans les abîmes de l'inflation, et cette mesure prise dans une telle période de fièvre aurait produit des résultats désastreux.

En dehors des fuites de capitaux à l'étranger qui se produisent par crainte de l'accentuation de la dépréciation monétaire, des exportations considérables peuvent avoir lieu, même si aucune baisse de la monnaie n'est envisagée.

Un impôt ou un prélèvement sur le capital, la crainte d'un pareil impôt, des mesures excessives

contre les détenteurs de valeurs mobilières peuvent exercer la même influence qu'une baisse attendue de la monnaie. Les exportations de capitaux qui ont eu lieu en France au cours du second semestre 1924 et des premiers mois de 1925 fournissent une indication des plus significatives à cet égard.

La loi du 3 avril 1918 n'arrive pas à empêcher de pareils agissements, mais elle a le mérite de les ralentir et rien qu'à ce point de vue, son utilité est manifeste.

CHAPITRE VI

LES AVOIRS EN FRANCS DÉTENUS PAR L'ÉTRANGER ET LA BALANCE DES COMPTES

La balance des comptes paraît se présenter sensiblement en équilibre, et cet équilibre est susceptible d'être fortifié au cours des prochaines années.

A première vue, il semble donc qu'en cas de dévaluation, la nouvelle valeur de l'unité monétaire puisse être maintenue à l'extérieur. Cependant, il est nécessaire de remarquer que cet équilibre assez récent est aussi quelque peu précaire. Ainsi que nous l'avons vu, certains éléments de la balance des comptes peuvent ne pas jouer, ce qui provoquerait la rupture de cet équilibre si laborieusement acquis.

De plus, ne doit-on pas se préoccuper des conséquences que peut entraîner pour l'équilibre de la balance, une réforme monétaire telle que la dévaluation ?

La dévaluation opérée dans les circonstances actuelles présenterait un grand risque qui menacerait de ruiner la réforme.

Nous avons vu que notre balance commerciale a été déficitaire de 46.930 millions pour les années 1919 et 1920; à ce chiffre, est venu s'ajouter un déficit de 10

milliards pour les années 1921, 1922 et 1923. D'autre part, les crédits commerciaux que nous avons pu obtenir, nos émissions à l'étranger, nos ventes de valeurs mobilières étrangères, nous ont fourni des ressources de change insuffisantes, et il nous a été nécessaire de vendre des francs sur le marché international. Ces francs sont détenus par des étrangers, soit en compte courant dans les Banques françaises et étrangères, soit investis dans des placements à court terme ou en rentes françaises.

Ces détenteurs étrangers de francs n'ont conservé leurs avoirs en francs que dans un but spéculatif. S'ils venaient à perdre tout espoir de voir remonter notre monnaie, ne seraient-ils pas tentés d'abandonner un placement qui leur a procuré une telle déception et de liquider immédiatement leur perte ?

C'est un fait bien connu que sur tout marché, l'existence de nombreux spéculateurs à la hausse est une source de faiblesse. Lorsqu'ils vendent, ils vendent tous en même temps, et l'absence de soutien dans le marché provoque un effondrement des cours.

Il est donc à craindre que les possesseurs étrangers de francs ne refusent toute prorogation de crédit. Deux hypothèses peuvent se présenter. Ils convertiront leurs francs en or, ou bien ils exerceront en France leur pouvoir d'achat.

Dans le premier cas, on voit immédiatement le danger que constituerait le rapatriement en Angleterre ou en Amérique de 20, 15 ou même 10 milliards, d'un seul bloc. Ce besoin énorme de change absorbe-

rait vite les ressources de métal jaune ou de devises qui auraient pu être groupées en vue d'assurer la convertibilité du billet.

Dans la seconde hypothèse, si les détenteurs de francs exerçaient leur pouvoir d'achat en France, on assisterait vraisemblablement à une vive hausse des prix nécessitant une augmentation de la circulation fiduciaire et provoquant une baisse du franc.

Dans les deux cas, qu'il s'agisse du rapatriement des fonds ou d'achat de marchandises en France, le franc baisserait sensiblement au-dessous du cours fixé par la dévaluation, et la réforme monétaire ne pourrait être mise à exécution.

En supposant qu'une partie de ces avoirs flottants en francs ne soient pas rapatriés par l'étranger avant la dévaluation, ils constitueront après la réforme monétaire une lourde menace pour l'organisme central d'achat et de vente de devises. Leur dénonciation subite provoquerait bien vite un exode des disponibilités de cet organisme qui serait contraint de cesser ses opérations de gré ou de force. De toute façon, la réforme monétaire serait ruinée.

Le danger que font courir à notre change les avoirs en francs disséminés à l'étranger est donc considérable. Ces crédits de spéculation nous ont été assurément d'un grand secours, mais les services qu'ils nous ont rendus sont chèrement payés par la menace continue qu'ils font peser sur l'avenir de notre devise. Pour que cette menace disparaisse, il faut que ces billets ou ces crédits francs détenus par l'étranger

soient transformés en crédits réguliers à long terme, ou bien qu'ils passent entre les mains de Français. La consolidation d'un pareil flottant pourrait s'effectuer sans doute d'un seul coup par l'émission d'un emprunt aux Etats-Unis, mais les conditions de cette opération seraient très onéreuses pour le pays. Quant au rapatriement en France des francs possédés par l'étranger, il ne peut être obtenu que par un surplus d'exportation de marchandises à réaliser pendant de nombreuses années.

L'existence d'un flottant de francs risque donc de se prolonger quelque temps, mais c'est un devoir pour le Gouvernement de s'efforcer de le résorber ou de le neutraliser avant toute réforme monétaire.

CHAPITRE VII

DES RÉPARATIONS

Le traité de Versailles a consacré (article 231) le principe que l'Allemagne et ses alliés sont débiteurs d'une valeur correspondant aux pertes et aux dommages causés par leur agression.

Toutefois, l'Allemagne n'étant pas en mesure d'assurer la réparation complète de ces dommages, les Gouvernements alliés et associés ne lui demandent pas le remboursement des frais de guerre proprement dits et exigent seulement « la réparation de tous les dommages causés à la population civile de chacune des Puissances alliées et associées et à ses biens, pendant la période où cette Puissance a été en état de belligérance avec l'Allemagne, par ladite agression par terre, par mer et par les airs, et, d'une façon générale, tous les dommages tels qu'ils sont définis à l'annexe I du traité. »

Nous n'exposerons pas en détail les vicissitudes du règlement des réparations.

D'un côté, la mauvaise foi allemande, de l'autre, les méthodes assez peu appropriées appliquées par les Alliés pour obtenir le recouvrement de leur créance ont entravé ce règlement. En France, une erreur fonda-

mentale paraît avoir faussé à l'origine l'esprit des gouvernants.

La politique commerciale résolument protectionniste suivie par le pays depuis l'armistice est en contradiction formelle avec une solution de la question des réparations qui implique l'entrée en France de marchandises étrangères. L'Allemagne doit avoir une puissance productrice telle que la production dépasse notablement la consommation intérieure et les capitaux nécessaires aux achats de matières premières. Cet excès de production doit se manifester par un excès des exportations qui fourniront justement les devises nécessaires au paiement des réparations ou les marchandises faisant l'objet des prestations en nature.

Il faut nous résoudre à ne pas recevoir notre dû si nous mettons, par des tarifs de douane élevés ou par des formalités excessives, de trop grands obstacles à l'entrée en France des marchandises importées, ou si nous n'élargissons pas le mode de paiement sous la forme de prestations en nature.

La Conférence de Spa établit, le 16 juillet 1920, les pourcentages de répartition entre les différents pays alliés. La France reçoit 52 % des versements allemands.

En 1921, la dette allemande a été fixée dans l'état des paiements du 5 mai à 132 milliards de marks or, dont 52 %, soit 68.640 millions de marks or ou 84.427 millions de francs or, constituent la part de la France. Sur ces 132 milliards, 50 sur lesquels 26 reviennent à la France sont immédiatement exigibles et payables

par annuités. Ces 50 milliards sont représentés par des bons A et B et le solde de 82 milliards est représenté par des bons C.

L'Allemagne a effectué, malgré de nombreuses tergiversations suivies de demandes de moratoires, quelques versements qu'un communiqué de la Commission des Réparations évalue, au 30 juin 1924, à 8.405 millions de marks or sur lesquels 2.834 millions représentent des comptes non répartis ou en suspens.

Sur la somme de 5.570.942.000 marks or versée par l'Allemagne, la France a perçu au total 1.724.601.000 marks or se décomposant ainsi :

Espèces	144.027.000	marks or
Livraisons en nature	1.278.532.000	»
Biens cédés	302.042.000	»

Il est à noter que sur les 950 millions de marks or qui pouvaient être exigés en 1922 au titre des réparations en nature, la France n'a réclamé que 273 millions sur lesquels elle a reçu 209 millions.

Par contre, nos alliés ont exercé en totalité leur droit aux prestations.

En janvier 1923, les Gouvernements français et belge procédèrent à l'occupation de la Ruhr, dans le but d'y saisir des gages permettant d'assurer les versements non exécutés par l'Allemagne.

Au début de 1924, deux Comités d'Experts ont été envoyés en Allemagne, d'un commun accord entre le Reich et les Alliés, dans le but d'établir un plan de reconstitution financière et économique de ce pays. L'oc-

cupation de la Ruhr avait préparé cet arrangement. Le premier Comité avait pour tâche d'étudier les moyens de stabiliser la monnaie allemande et d'équilibrer le budget, ensuite de déterminer la capacité économique et la capacité de paiement de l'Allemagne. Le second devait déterminer l'importance des capitaux expédiés par l'Allemagne à l'étranger au cours de la période de dépréciation du mark.

Les experts se sont proposé uniquement de rechercher, indépendamment de toute visée politique, une solution pratique au problème des réparations. Ils ont marqué une distinction très nette entre les deux questions : versements allemands et transferts des sommes versées aux Alliés.

Les travaux des deux Comités ont abouti à l'élaboration du plan Dawes dont voici les grandes lignes.

Les versements de l'Allemagne seront alimentés par trois catégories de ressources : les impôts, les chemins de fer et les obligations industrielles. Le budget doit donc, non seulement être équilibré, mais assurer un excédent. Les chemins de fer allemands émettront 11 milliards de marks or d'obligations hypothécaires; l'industrie allemande émettra de son côté 5 milliards de marks or d'obligations hypothécaires. Ces 16 milliards d'obligations hypothécaires de premier rang, portant intérêt à 5 % plus amortissement annuel de 1 %, seront remis aux Gouvernements alliés.

Afin de permettre à l'Allemagne d'assainir sa situation financière et de stabiliser sa monnaie, un moratorium partiel est concédé pendant quatre années.

Toutes les sommes versées par l'Allemagne seront remises à une banque nouvelle, au crédit de l'agent des paiements de réparation. Le transfert de ces sommes aux Alliés se fera sous la surveillance d'un comité spécial qui veillera à ce que la stabilité de la monnaie allemande ne soit pas entamée.

Le plan Dawes, dont on commence actuellement l'application, prévoit les versements suivants de l'Allemagne :

Années	Versements de l'Allemagne en millions de marks or	Part de la France	
		en millions de marks or	en millions de francs papier
1924-1925	1.000	520	2.470
1925-1926	1.220	634	3.001
1926-1927	1.200 à 1.450	624 à 754	2.964 à 3.581
1927-1928	1.750 à 2.000	910 à 1.040	4.322 à 4.940
1928-1929	2.500	1.300	6.175
et années suivantes			

Il faudra, pour avoir la part nette de la France, retrancher des sommes ci-dessus le montant des frais d'occupation qui ont été estimés à 125 millions de marks or par an.

Il est prévu que les Alliés profiteront du relèvement économique de l'Allemagne. Un indice composite comprenant les six éléments suivants (trafic des chemins de fer, population, commerce extérieur, consommation du tabac, dépenses budgétaires, consommation de charbon) mesurera l'accroissement de prospérité et permettra de déterminer dans quelle mesure les annuités fixes prévues par le plan Dawes peuvent être majorées.

Pour la première annuité du plan Dawes, une conférence interalliée tenue en janvier dernier à Paris a fixé la part de la France à 500.058.198 marks or, soit 2.200 millions de francs au change du jour.

Le fonctionnement du plan ne produira pas des versements suffisants pour payer toutes les réparations promises par le Traité de Versailles.

La France ne touchera sans doute pas l'équivalent des pensions et allocations, et seuls les dommages matériels seront vraisemblablement réparés.

En supposant que le plan Dawes en plein fonctionnement permette dans quelques années le paiement à la France d'une annuité de 6 milliards de francs papier, cette annuité représentant au change actuel 1.600 millions de francs or, viendrait grossir nos ressources de change.

CHAPITRE VIII

DES DETTES INTERALLIÉES

La dette extérieure de la France comprend la dette commerciale d'une part, la dette politique entre les Gouvernements alliés d'autre part.

1° Dette commerciale

Cette dette s'élevait, au 31 juillet 1924, à 5 milliards 149.516.000 francs or se répartissant ainsi :

Etats-Unis	3.456.463.000	francs or
Angleterre	1.512.596.000	»
Japon	116.100.000	»
Autres pays	364.357.000	»
	5.449.516.000	»

Les intérêts et le capital de cette dette devront être payés en totalité.

2° Dette politique

Cette dette se décompose ainsi :

Etats-Unis	\$	2.933.265.231,96
Angleterre	£	445.218.386.17.10
(non compris intérêts)		
Intérêts au 1 ^{er} février		
1925 de notre dette		
envers l'Angleterre....	£	183.955.813

Si l'on se place sur le seul terrain de l'équité, la France meurtrie, percevant seulement une partie des réparations promises par le Traité de Versailles, devrait être libérée d'une partie des dettes contractées vis-à-vis des Etats-Unis et de l'Angleterre, en vue de l'œuvre de salut commune.

Une dette de guerre ne peut se régler comme une dette commerciale ordinaire, et un règlement équitable devrait établir le bilan intégral des sacrifices consentis par tous les Alliés à la victoire commune. La France a fourni le champ de bataille, les moyens de transport, une grande partie de l'artillerie et toute son industrie fut mobilisée pour satisfaire aux besoins de guerre.

On a prétendu qu'en droit, nous ne devons rien à nos alliés car nos emprunts avaient été contractés sous la pression de la contrainte et le produit de l'argent avait été dépensé dans l'intérêt de tous. Ces arguments n'ont aucune valeur. La dette existe et elle est inattaquable en droit. Si nous pouvons demander des adoucissements à nos alliés, c'est en invoquant l'équité et l'intérêt bien compris de nos créanciers.

Une question se pose, mise en avant par certains Américains. Les Etats-Unis ont-ils intérêt à obtenir le remboursement des dettes ?

Les procédés que nous pouvons utiliser pour nous libérer vis-à-vis des Etats-Unis sont au nombre de trois. Nous pourrions effectuer :

1.^o Des versements d'or. Les Etats-Unis en regor-

gent et, d'un autre côté, notre stock métallique est, comme nous le verrons plus loin, insuffisant. Ce moyen de paiement doit donc être écarté.

2° Des transferts de biens. Les Etats-Unis deviendraient propriétaires de terres, d'usines en France ou aux Colonies. Une pareille opération donnerait lieu à de multiples difficultés, sans compter qu'elle susciterait une révolte de l'opinion française. Ce mode de règlement ne peut donc être utilisé.

3° Des envois de marchandises. Il faut que nous disposions d'un excédent de revenu expédié sous forme d'exportations. Ne risque-t-on pas de nuire ainsi au commerce des Etats-Unis ?

Le tarif douanier américain Fordney est inspiré par un protectionnisme tellement outrancier — certaines taxes atteignent parfois 60 % *ad valorem* — qu'il y a une antinomie absolue entre la politique commerciale des Etats-Unis et leur volonté de recouvrer les dettes qui leur sont dues.

Cette situation est parfaitement comprise en Amérique par les personnes touchant au milieu des affaires et par les économistes, mais le Gouvernement de Washington ne semble pas disposé à être accommodant. C'est seulement à la fin de 1924 que le Gouvernement Américain a approché pour la première fois le Gouvernement Français au sujet du remboursement de notre dette, mais les hommes politiques dirigeants aux Etats-Unis ont déclaré officiellement à diverses reprises que leur pays entendait ne rien abandonner de

sa créance sur l'Europe. Ils estiment que la dette est inattaquable en droit comme en fait.

A en croire certains échos qui nous parviennent de Washington, les Etats-Unis manifesteraient leurs bonnes dispositions à notre égard en nous accordant un moratorium de quelques années, un intérêt peu élevé et un remboursement échelonné sur une longue période mais, en aucun cas, les paiements que nous aurions à faire ne sauraient être subordonnés aux versements que nous pourrions recevoir de l'Allemagne en vertu du plan Dawes.

Il est nécessaire de remarquer, au sujet de la consolidation de notre dette, que les dirigeants de Washington sont liés par une loi votée par le Congrès le 9 février 1922 (Refunding bill) et qui pose le principe suivant : « Le taux d'intérêt auquel sera consolidé la « dette européenne ne devra jamais être inférieur à « 4 1/2 % par an, et aucun arrangement ne devra « aboutir à autre chose qu'un remboursement. » En outre, les rentrées escomptées sur les créances de guerre doivent servir à alimenter un fonds de primes pour les soldats américains démobilisés ayant combattu en Europe.

Du côté de l'Angleterre, bien qu'il soit permis d'entrevoir une réduction de notre dette, il semble difficile que nous obtenions une remise totale. Des économistes, tels que M. J. M. Keynes, M. T. Layton, rédacteur en chef de *L'Economist* (1), ont plaidé avec

(1) Voir numéros de *L'Economist* des 3 et 10 janvier 1925.

chaleur l'annulation pure et simple des dettes interalliées, mais les grands groupements économiques anglais ont exprimé à maintes reprises, dans leurs vœux à l'adresse des pouvoirs publics, le désir que la Grande-Bretagne réclame son dû à la France.

Un facteur domine la situation. L'Angleterre s'est engagée vis-à-vis des Etats-Unis, en février 1923, par l'accord Baldwin, à rembourser sa dette arrêtée, intérêts arriérés compris, à 4.600 millions de dollars, en 62 ans, le taux d'intérêt étant fixé à 3 % pour les dix premières années et à 3 1/2 % pour les années suivantes. Les dix premières annuités sont de 160 millions de dollars, les suivantes s'élèveront à 180 millions environ. L'Angleterre a la faculté de retarder pendant trois ans tout remboursement du principal de la dette, et pendant cinq ans la moitié du paiement des intérêts dans le cas où le versement de l'annuité globale pourrait provoquer un trop brusque écart dans le cours du change.

Le Gouvernement Britannique nous a offert à trois reprises, au cours de l'été 1922 (1), en janvier 1923 et en août 1923 (2), un règlement des dettes, mais ses propositions furent repoussées. En tout cas, l'Angleterre officiellement ne se propose pas, si l'Allemagne devenait défailante, de demander à ses alliés une somme supérieure à sa propre dette envers l'Amérique. Autrement dit, l'Angleterre entend être rem-

(1) Note Balfour du 1^{er} août 1922.

(2) Note Curzon du 11 août 1923.

boursée soit par l'Allemagne, soit par ses alliés de tout ce qu'elle doit payer à l'Amérique.

Le règlement de cette épineuse question des dettes interalliées ne se présente donc pas sous des auspices très favorables. Nous devons supporter maintenant les conséquences d'une faute capitale. On a trop tardé à entamer la discussion de ce grave problème. C'est pendant la guerre, ou au lendemain de l'armistice au plus tard, que la question eût dû être réglée.

Nous avons, il est vrai, contre quelques-uns de nos alliés, des créances dont le montant s'élève au chiffre de 15.798 millions de francs or, mais le recouvrement en est tout à fait hypothétique. La Russie est totalement défailante. Seules l'Italie et la Serbie sont des débiteurs solvables.

Il serait d'un grand intérêt que cette question des dettes interalliées reçût rapidement une solution. Elle place, en effet, la France vis-à-vis de ses alliés dans une situation très difficile de débiteur à créancier et nuit à notre indépendance financière et politique. Cette ignorance où l'on est des conditions de remboursement de notre dette, crée un véritable sentiment de malaise, et pèse lourdement sur le marché du change.

En ce qui concerne particulièrement l'équilibre de notre balance des comptes, il ne faut pas se dissimuler que le règlement des dettes nécessitera des paiements importants et que les besoins de change correspondants risqueront d'absorber une grande partie du produit des annuités à recevoir de l'Allemagne en vertu du

plan Dawes. Si l'Allemagne cessait les versements prévus par ce plan, nous aurions vraisemblablement les plus grandes difficultés à nous acquitter vis-à-vis des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne, et nous ne pourrions le faire qu'au détriment de l'équilibre de notre balance des comptes et de la stabilité de notre monnaie.

TITRE II

Convertibilité entière ou système du Gold Exchange Standard

CHAPITRE PREMIER

LES RÉSERVES D'OR DANS LE MONDE

Si l'on compare les réserves visibles de métal jaune détenues au début de 1925 par les Banques centrales des grandes puissances et celles existant à la fin de l'année 1913, on aboutit aux constatations suivantes.

Les Etats se partagent actuellement en quatre grands groupes :

1° La Russie, l'Allemagne, les Etats successeurs de la monarchie austro-hongroise qui sont particulièrement pauvres en or.

2° Les alliés européens (Angleterre, France, Italie) qui ont réussi, dans l'ensemble, à maintenir au niveau d'avant-guerre le stock métallique détenu par leurs Banques d'émission. Cependant ces pays se sont ap-

pauvris, car les réserves invisibles de la circulation ont diminué.

3° Les neutres, dont les Banques d'émission ont fortifié sensiblement leur encaisse.

4° Les Etats-Unis qui regorgent de métal jaune.

Un fait essentiel domine la situation des réserves d'or dans le monde, c'est l'enrichissement des Etats-Unis au détriment des belligérants d'Europe. Ce n'est pas tant d'ailleurs sur l'encaisse des Banques d'émission que ce prélèvement s'est opéré que sur les réserves invisibles de la circulation qui furent drainées méthodiquement par les gouvernements et envoyées en Amérique dans le but de soutenir les changes.

Cet accroissement de l'encaisse or des banques de réserve s'est poursuivi sans interruption, car les Etats-Unis ont acheté depuis 1918 la plus grande part de la production nouvelle des mines.

Les importations de métal jaune aux Etats-Unis se sont élevées à 300 millions de dollars en 1923 et à 258 millions de dollars en 1924. Les Etats-Unis détiennent maintenant (fin février 1925) 4.482 millions de dollars ou 23.227 millions de francs or contre 3.643 millions de francs or en 1913.

Cet afflux d'or ne constitue pas un bien sans partage et les Américains, banquiers, chefs d'entreprises, économistes, sont les premiers à s'inquiéter d'un pareil état de choses qui est pour eux plein de dangers.

M. Hoover faisait à ce sujet, à la réunion annuelle du 10 mai 1924 de la Chambre de Commerce des

Etats-Unis, la déclaration suivante : « Si un édifice de « crédit et de circulation était élevé sur ces réserves « considérables, il en résulterait une ère d'inflation et « de spéculation telle que nous n'en avons pas encore « vue dans notre histoire. »

Voyons un peu quelles sont pour la circulation américaine les conséquences de ces entrées d'or continues.

Normalement, les entrées de métal jaune devraient se traduire par une émission supplémentaire de billets entraînant une hausse des prix, mais en est-il ainsi ? Il ne le semble pas. L'or importé ne va pas grossir les réserves des banques; il est lancé dans la circulation (sous la forme de certificats d'or) mais on retire pour une somme équivalente des billets de la réserve fédérale.

Les moyens de paiement ne s'accroissent donc pas démesurément; ils demeurent proportionnés aux besoins du public. La situation monétaire des Etats-Unis se trouve en tout cas sensiblement renforcée. Si l'Amérique était contrainte d'exporter de l'or, elle n'aurait pas à faire appel aux réserves de métal jaune des banques de réserve fédérales. Elle exporterait l'or répandu dans la circulation, et le remplacerait par des billets des banques de réserves.

Ce mécanisme montre qu'il serait vain de trop compter, comme l'ont fait certains économistes anglosaxons, sur une dépréciation sans cesse accrue du dollar exprimé en marchandises, qui rendrait plus facile la revalorisation des monnaies européennes.

Deux politiques ont été envisagées par les Etats-Unis :

a) Continuer, en profitant des circonstances, d'emmagasiner l'or de tous les pays du monde sans se préoccuper des conséquences pouvant résulter d'une telle concentration;

b) Chercher à se débarrasser de tout cet or inutile en consentant à l'Europe des prêts or qui permettront d'asseoir une réforme monétaire générale. La Chambre de Commerce de New-York évaluait, en 1924, à 5 milliards par an la somme des revenus américains qui ne pouvaient être consommés ni réinvestis dans des entreprises américaines. C'est donc presque une nécessité pour les Etats-Unis de s'orienter vers la seconde voie.

Les dirigeants l'ont bien compris. M. Coolidge, dans ses discours des 12 février et 22 avril 1924, s'exprimait ainsi : « Une partie de cet or peut servir plus
« utilement nos intérêts financiers si nous le plaçons
« en Europe au lieu de l'utiliser aux Etats-Unis. Il y
« a plus, il existe un devoir envers l'humanité et il se
« présente de façon fort nette. J'ai conscience qu'il
« est de notre devoir d'accorder notre assistance,
« quand cette assistance est mise au service de justes
« demandes et qu'elle sert à poursuivre des buts pa-
« cifiques. »

Au début de 1924, le Comité Consultatif du Conseil des Banques de Réserve fédérales recommandait aux banques l'achat de traites commerciales libellées en dollars. C'est une indication précieuse de l'état

d'esprit des milieux dirigeants si l'on veut bien considérer que de pareilles opérations rompent complètement en visière aux méthodes bancaires américaines.

Dans le courant de 1924, les Etats-Unis ont consenti des prêts et des crédits à des Etats européens (émission de l'emprunt Dawes, prêt à la France, etc.).

Les prêts consentis à des Etats ont atteint 421 millions de dollars et ceux consentis à des particuliers 73 millions de dollars. Cette politique semble devoir se poursuivre et c'est un fait heureux, car l'assainissement financier et monétaire des Etats européens sera grandement facilité par le concours des Etats-Unis.

CHAPITRE II

LA CONVERTIBILITÉ DU BILLET POUR LES TRANSACTIONS INTÉRIEURES EST-ELLE POSSIBLE ?

La dévaluation d'une monnaie est la réduction par voie d'autorité de la valeur légale en or de l'étalon monétaire. Le franc qui correspondait avant la guerre à 0 g. 32258 or à 9/10 de fin ne vaudrait plus désormais que le tiers, 0 g. 10752, ou le quart, soit 0 g. 080645.

Le but ultime de cette réforme monétaire est le retour à l'or comme instrument d'échange dans les transactions intérieures. On comprend que le montant du stock métallique dont nous pouvons disposer soit d'une importance capitale pour la réalisation d'une pareille réforme.

L'encaisse de la Banque de France s'établissait ainsi le 24 décembre 1924 (1) :

Or en France..... à Frs	3.680.798.013,07
Or à l'étranger..... à Frs	1.864.320.907,70
Soit au total Frs	5.545.118.920,77
Argent	Frs 305.740.659,13

(1) L'encaisse de la Banque au 2 janvier 1914 s'élevait à frs 4.146.261.059,74.

Il est très difficile d'estimer le montant du stock métallique réparti entre les particuliers.

Avant la guerre, on adoptait le chiffre d'environ cinq milliards. Etant donné que d'après les statistiques américaines, le stock métallique global de la France a diminué depuis 1914 de 3 milliards, les réserves invisibles de la circulation peuvent s'élever encore entre 1.200 et 1.500 millions. Il faut tenir compte qu'une certaine partie de l'or détenu par les particuliers a fait l'objet d'une énorme contrebande et a franchi les frontières.

Nous ne ferons état pour le moment que de la réserve d'or détenue par la Banque de France.

Supposons que la dévaluation soit opérée sur la base du tiers de la parité d'avant guerre. La valeur nominale de l'encaisse or de la Banque de France serait triplée. Le montant de 5.545.118.920,77 deviendrait frs 16.635.356.762,31.

La plus-value de 11.090 millions ainsi obtenue pour ce stock pourrait être employée au remboursement d'une partie des avances consenties à l'Etat.

Celles-ci étaient le 24 décembre 1924 de 22.600 millions, mais il est nécessaire d'y ajouter les 4.872 millions représentant le montant des Bons du Trésor français escomptés pour avances de l'Etat à des gouvernements étrangers.

On obtient ainsi un total de	27.472 millions
moins amortissement	11.090 »
Il resterait un montant de	16.382 »

représentant le total des créances directes et indirectes de la Banque sur l'Etat.

Nous avons fait intervenir dans notre calcul l'encaisse à l'étranger, soit 1.864 millions, mais il ne faut pas perdre de vue que cet or ne deviendra disponible qu'après remboursement par la Banque de France des crédits commerciaux consentis par l'Angleterre.

D'après un accord intervenu entre la Banque d'Angleterre et la Banque de France, le 12 avril 1923, le règlement des sommes dues, soit 55 millions de livres sterling, doit s'effectuer par versements progressifs échelonnés de mai 1924 à novembre 1930. En retour, la Banque de France recouvrera la disposition de son or, par fractions entre 1928 et 1930.

Si l'on fait abstraction de l'encaisse à l'étranger, les chiffres ci-dessus doivent être ainsi modifiés.

L'encaisse ne sera plus que de 11.042 millions et les avances deviendront après amortissement 20.111 millions.

A titre d'indication, nous reproduisons ci-après les résultats auxquels aboutirait une dévaluation opérée sur la base du quart de la parité d'avant guerre :

a) En faisant intervenir l'encaisse à l'étranger.	
L'encaisse de la Banque deviendrait	22.180 millions
Les avances à l'Etat seraient réduites à	10.837 »
b) En ne tenant pas compte de l'encaisse à l'étranger. L'encaisse deviendrait	14.723 millions
les avances à l'Etat seraient réduites à	16.430 »

En supposant qu'une dévaluation intervienne dans un proche avenir, c'est-à-dire avant qu'une partie au moins de l'encaisse à l'étranger ait pu être rapatriée, il faut donc tabler seulement sur l'encaisse en France.

Avec une dévaluation opérée sur la base du quart de la parité d'avant guerre, on resterait en face d'une circulation de plus de 40 milliards ayant comme contrepartie :

L'encaisse pour	14.723 millions	
Les avances à l'Etat pour	16.430	»
Le portefeuille commercial,	}	pour le solde
les comptes courants,		
les avances sur titres		

La proportion de l'encaisse au montant des billets en circulation serait ainsi de 37 %, mais les billets seraient gagés pour 22 % environ par le portefeuille et pour 41 % par les avances à l'Etat.

Certains économistes estiment que, dans une banque d'émission, l'encaisse métallique et le montant des billets en circulation doivent être dans le rapport de 1 à 3. C'est ainsi que M. Charles Gide, consulté comme expert à la Conférence Financière Internationale de Bruxelles, écrit dans son rapport : « La Banque de France a une très forte encaisse métallique (5.836 millions au 8 juillet 1920) ce qui, sur la base généralement admise de 1/3, suffirait à couvrir 17 à 18 milliards de billets. » C'est cette même proportion empirique du tiers qui a été adoptée pour la nouvelle Banque d'émission allemande.

En réalité, aucune règle ne permet d'assigner une proportion fixe entre l'encaisse et le montant des billets en circulation.

L'encaisse métallique d'une banque d'émission est destinée surtout, comme l'affirmait Mollien, à garantir les avaries du portefeuille.

La proportion dépend en grande partie de la sûreté et des facilités de réalisation offertes par les valeurs en représentation desquelles les billets sont émis. Une distinction doit être faite à cet égard entre les avances sur titres, et le portefeuille commercial. De même, parmi les effets présentés à l'escompte, il faut distinguer les effets proprement commerciaux à courte échéance (les seuls acceptés par la Banque de France) des billets de crédit constituant un véritable prêt de la Banque aux entreprises. Dans le cas examiné ci-dessus, nous arrivons aux chiffres suivants :

Proportion de l'encaisse aux billets en circulation....	37 %
Gage des billets non couverts {	Portefeuille commercial 22 %
par l'encaisse {	Avances à l'Etat..... 41 %

La proportion de 37 % serait en elle-même acceptable, mais l'existence d'un poste aussi important que les « avances à l'Etat » non réalisable, doit rendre plus exigeant pour l'encaisse.

Puisque toute déflation est, par principe, rigoureusement écartée, le pays devrait rester avec une dette de l'Etat à la Banque de près de 17 milliards. Il est facile de se rendre compte qu'une pareille dette interdit tout espoir de suppression du cours forcé.

Étant donné l'insuffisance du stock d'or dont nous disposons, insuffisance manifeste dès que l'on envisage le retour à la convertibilité, on peut se demander si ce stock ne pourrait être accru.

On pourrait même être tenté de revenir au bimétallisme, mais cette solution, si elle était applicable, ne supprimerait pas l'instabilité du change. L'argent métal a subi de telles fluctuations au cours de ces dernières années qu'on doit résolument l'écarter comme étalon monétaire.

*Cours de l'argent métal de 1912 à 1924
en pence par once de fin (1 once = 31 gr. 103)*

	plus bas	plus haut		plus bas	plus haut
1912	25 3/16	29 11/16	1918	42 1/2	49 1/2
1913	29 5/16	29 3/8	1919	47 7/8	79 1/8
1914	22 1/8	27 3/4	1920	38 7/8	89 1/2
1915	22 5/16	27 1/4	1921	30 5/8	43 3/8
1916	26 11/16	37 1/8	1922	30 3/8	37 5/8
1917	35 11/16	55	1923	30 1/2	33 11/16

L'hypothèse d'un retour au bimétallisme ne peut donc être retenue.

Il existe trois sources auxquelles on peut puiser le métal jaune :

1° La production des mines, mais pour la France il ne saurait être question d'acheter de l'or au Transvaal.

2° Le gros réservoir que constitue l'encaisse des Banques de Réserve fédérales à condition que ces dernières consentent à faire des prêts à l'Europe. Nous

avons vu que les Etats-Unis semblaient s'aiguiller vers cette voie.

3° La réserve invisible constituée par l'or resté au fond du bas de laine, enfoui dans sa cachette depuis 1914. Cette réserve est estimée entre 1.200 et 1.500 millions.

On envisage depuis quelque temps la possibilité de faire sortir cet or de sa cachette. Pour arriver à ce but, différents moyens sont proposés :

1° Une prime de x % pour le paiement des impôts effectué en or;

2° L'achat pur et simple des pièces d'or de 20 francs au prix de 50 ou 60 francs;

3° L'émission d'un emprunt en or.

Le principe d'une prime accordée aux détenteurs de pièces d'or est en contradiction avec la loi du 12 février 1916, tendant à réprimer le trafic des monnaies et espèces nationales. En outre, l'objection suivante se présente immédiatement à l'esprit. Ne serait-il pas scandaleux, disent certains, de voir ces détenteurs vendre au-dessus de leur valeur nominale les pièces qu'ils n'ont pas voulu remettre au Trésor lorsque la France fit pendant la guerre l'appel de l'or dans le but sacré de la Défense Nationale ? C'est immoral, certes, répondent les autres, mais si l'intérêt du pays est en jeu et si cet intérêt exige l'or caché dans le bas de laine, il faut payer le métal jaune au prix suffisant pour l'obtenir.

Quant à l'emprunt or intérieur dont les arrérages seraient stipulés payables en francs, en fonction des

variations du cours du franc papier, rien ne dit qu'il drainerait le métal jaune. L'objection déjà citée ci-dessus lui serait d'ailleurs applicable.

De plus, on ne se contenterait pas d'émettre un emprunt or réservé aux seuls souscripteurs se libérant par des versements effectifs en métal jaune. L'emprunt serait probablement étendu aux souscriptions en francs papier lesquels seraient décomptés en francs or au taux du change.

Un pareil emprunt risque d'entraîner une baisse de tous les emprunts actuellement émis qui sont libellés en francs papier. C'est d'ailleurs ce qui s'est produit dans tous les pays où un essai analogue a été tenté. Les souscripteurs de l'emprunt ont une assurance contre la baisse de la monnaie, mais ce sont tous les contribuables qui assument la charge éventuelle de cette garantie. L'utilisation du franc or ne pourrait être limitée aux seuls emprunts publics; il faudrait l'étendre aux contrats privés, puis aux comptes budgétaires.

Nous avons montré, dans la première partie de notre travail, que la pratique du franc or aboutirait rapidement à la dévaluation.

En dépit des objections de principe qui peuvent leur être faites, l'achat d'or avec prime ou l'emprunt or ne doivent pas cependant être repoussés *a priori*; mais nous doutons que dans les circonstances présentes un emprunt or obtienne le grand succès escompté par ses partisans. En réalité, il semble que la constitution d'une forte réserve or (métal ou devises)

qui doit accompagner obligatoirement une réforme monétaire, ne puisse être effectuée sans le concours des Etats-Unis.

Au surplus, même si une encaisse métallique plus importante permettait d'envisager avec assurance la suppression du cours forcé à l'intérieur du pays, nous ne croyons pas que cette mesure serait recommandable.

Le public ayant été sevré d'or pendant de longues années, il serait à craindre qu'un véritable « run » se produisît sur la Banque. Les particuliers thésauriseraient à outrance. Sans compter que la dévaluation opérée pourrait en faire craindre une autre et que chacun aurait tendance à se constituer une petite réserve de métal jaune.

La convertibilité du billet en espèces pour les échanges intérieurs risquerait donc d'être de courte durée. Le gouvernement serait bientôt contraint, afin de défendre son encaisse, de revenir au cours forcé, mesure désastreuse qui mettrait en jeu le succès de la réforme monétaire.

CHAPITRE III

LE SYSTÈME DU GOLD EXCHANGE STANDARD LA RÉFORME MONÉTAIRE DE L'INDE

§ I. — *Le Gold Exchange Standard*

Par suite de l'état d'esprit particulier du public et de l'insuffisance de notre stock métallique comparé à la circulation considérable que nous sommes obligés d'entretenir par suite des hauts prix, il ne peut être question de supprimer le cours forcé. Une mesure semblable entraînerait la disparition presque instantanée de l'encaisse de la Banque.

C'est pourquoi les dévaluationnistes déclarent que l'or ne circulerait pas à l'intérieur du pays, mais serait utilisé uniquement pour les règlements internationaux. Ils suivent en cela l'opinion des économistes de l'Amérique du Sud qui, par les nombreuses expériences en matière de papier monnaie pratiquées dans leurs pays, sont arrivés à cette conclusion que si l'on ne peut se passer d'or dans le commerce international, on peut parfaitement s'en passer dans le commerce intérieur.

Il suffit, après qu'un pays s'est constitué une forte réserve métallique ou des crédits importants dans un autre pays dont la monnaie est saine, que le gouvernement ou une banque agissant en son nom décide

d'acheter ou de vendre de l'or (ou des devises or) contre sa propre monnaie de papier, l'opération s'effectuant sans limitation et à un taux déterminé de change.

Par exemple, le système étant appliqué à la France, les particuliers qui auraient à effectuer des règlements à l'extérieur, remettraient des billets à la Banque de France ou à tout autre organisme créé à cet effet qui en échange leur fournirait de l'or ou des crédits or à un taux déterminé.

Par contre, un étranger débiteur de notre pays s'adresserait à la Banque pour obtenir en échange d'or ou de devises appréciées des billets ou des francs qui lui permettraient de s'acquitter vis-à-vis de ses créanciers français.

Ce régime monétaire qui a été appelé par les Américains « gold exchange standard », c'est-à-dire étalon d'or quant au change, n'est pas nouveau. Il a été pratiqué par des pays tels que l'Inde Anglaise, l'Argentine, le Brésil, etc., et certains économistes voient en lui le dernier mot de l'art monétaire pour régulariser les changes des pays trop pauvres en or.

On s'aperçoit immédiatement que le système nécessite, pour fonctionner, les conditions suivantes :

1° Une réserve d'or importante pouvant être remplacée d'ailleurs par des crédits or à l'étranger.

2° Une balance des comptes bien équilibrée. Il est clair, en effet, qu'une balance des comptes déficitaire pendant une assez longue période ferait fuir à l'étran-

ger toute la réserve d'or qui servirait à régler l'excédent des dettes sur les créances.

3° Un organisme, acheteur et vendeur d'or à un taux déterminé, analogue aux Caisses de Conversion argentine et brésilienne.

Ce régime monétaire est dû à la nécessité qui s'est imposée pour les pays à étalon d'argent de trouver un moyen de règlement commun vis-à-vis des pays à monnaie d'or lors de la suppression du bimétallisme. Ce système fut également appliqué par les pays à monnaie de papier. Que les instruments de paiement à l'intérieur du pays soient d'argent ou de papier, un pareil système monétaire est en fait basé sur l'or.

Le système du Gold Exchange Standard fut expérimenté sur une grande échelle dans l'Inde Anglaise en 1893. Cependant, si ce fut la première fois qu'une application étendue fut tentée, l'idée n'était peut-être pas tout à fait nouvelle.

M. Subercaseaux relate qu'en 1685, au Canada Français et ensuite en Louisiane, on inaugura, étant donné la rareté du métal, un système d'émission de papier monnaie servant aux échanges intérieurs (1). Cette monnaie intérieure était convertie par le gouvernement colonial en lettres de change sur la France à un taux déterminé. C'était en somme un système analogue à celui pratiqué par les Caisses de Conversion argentine et brésilienne.

(1) Voir Subercaseaux. *Le Papier monnaie*, 1^{re} partie, chapitre III, pages 38 et 39.

Le régime fonctionna tant bien que mal jusqu'au moment où l'on suspendit la conversion des billets en lettres de change. Les émissions exagérées de billets avaient d'ailleurs provoqué leur dépréciation.

§ II. — *La réforme monétaire indienne*

L'Inde Anglaise est au régime de l'étalon argent et l'unité monétaire est la roupie.

Lorsque la liberté de la frappe pour les monnaies d'argent fut décidée dans les pays faisant partie de l'Union Latine, le change indien eut tendance à baisser au fur et à mesure de la dépréciation de l'argent. En effet, les débiteurs de l'Inde avaient avantage, lorsque la roupie avait un cours supérieur à sa valeur d'argent métal, à acheter du métal blanc sur le marché, et à le faire transformer en roupies dans les Bazars Indiens, puisque la frappe était libre. La roupie était ainsi complètement solidaire des fluctuations du métal blanc, et même si la balance des comptes indienne était créditrice, le change ne pouvait s'élever au-dessus du cours de la roupie (valeur argent métal).

Cette baisse de la roupie provoquant de graves perturbations dans les relations commerciales et financières de l'Inde et de la métropole, il fut décidé, d'un commun accord entre le Gouvernement Britannique et celui de la colonie, qu'un étalon or de change serait appliqué.

La liberté de la frappe fut supprimée par la loi indienne du 26 juin 1893. En même temps, un rapport

légal d'échange entre l'or et l'argent était fixé : 15 roupies par livre sterling, soit une roupie pour 16 pence. Ce rapport correspondait à la valeur moyenne des deux métaux au cours des années précédentes. En principe, les débiteurs de l'Inde pouvaient obtenir à ce taux des roupies contre leurs livres sterling.

La suppression de la liberté de la frappe dissociait le cours de la roupie de celui du métal argent. La roupie pouvait désormais valoir plus que son poids d'argent.

De plus, en 1898, une réserve d'or fut constituée, pour permettre à la colonie de régler ses balances défavorables. Cette réserve d'or fut obtenue grâce au mécanisme suivant.

Les débiteurs étrangers de l'Inde, au lieu d'avoir à expédier de l'or dans la colonie, purent se libérer en remettant cet or au Secrétariat de l'Inde à Londres qui leur délivrait par contre des transferts télégraphiques sur Calcutta, Madras, Bombay, au prix de 16 5/32 pence par roupie. De son côté, la Trésorerie indienne émettait des billets contre ce dépôt d'or à Londres.

Si la balance de l'Inde était favorable, la roupie avait tendance à augmenter de valeur et le prix des transferts télégraphiques s'élevait au-dessus de 16 5/32. Les débiteurs de l'Inde préféraient alors faire un dépôt d'or à Londres, et ils réglaient leurs dettes à l'aide de billets émis par la Trésorerie indienne.

Par contre, si la balance de l'Inde était défavorable, le change s'abaissait au-dessous de 16 pence et les

débiteurs indiens ayant à faire des règlements au dehors pouvaient disposer des tirages que leur délivrait le Trésor Indien sur la réserve d'or constituée à Londres au Sous-Secrétariat de l'Inde. On avait ainsi l'équivalent d'un « gold point » d'entrée et d'un « gold point » de sortie.

Pendant la guerre, l'Inde bénéficia des circonstances, et fit de grosses exportations en Angleterre et aux Etats-Unis, ce qui provoqua une large amélioration de la balance économique. A cela venant s'ajouter la hausse de l'argent métal, il en résulta une telle amélioration de la roupie par rapport à la livre sterling qu'il fut nécessaire en 1920 de porter le prix des traites sur l'Inde à 2/- par roupie et celui des transferts télégraphiques à 23 15/16 pence (1). En outre, le gouvernement de l'Inde vendait les traites sterling à 23 29/32 pence et les transferts télégraphiques à 23 31/32 pence.

Cette situation exceptionnelle fut d'ailleurs de courte durée et on dut revenir après la crise de 1920-1921 au taux d'échange d'avant-guerre.

En résumé, la réforme monétaire indienne fut basée :

1° Sur la suppression de la liberté de la frappe, ce qui désolidarisait la roupie des fluctuations du métal blanc, et empêchait sa baisse jusqu'à la parité métallique.

(1) Le nouveau taux correspondait au rapport de 1 à 15 entre l'or et l'argent.

2° Sur la stabilisation de la roupie à un taux supérieur à sa valeur intrinsèque.

Cette stabilisation fut permise :

a) Par la vente aux débiteurs étrangers de l'Inde, de roupies contre remise d'or à un taux déterminé;

b) Par la constitution d'une réserve d'or (encaisse métallique ou crédits or) sur laquelle on pouvait, lorsque la balance des comptes était débitrice, tirer des traites pour assurer les règlements extérieurs.

Le système, pour être efficace, suppose les deux conditions suivantes :

1° Il faut que le cours de l'argent métal reste au-dessous de la parité fixée.

2° Il faut une longue suite de balances économiques favorables.

Ces deux conditions ont été pleinement réalisées dans l'Inde anglaise, et à partir de 1900, la roupie a été stabilisée au niveau de 16 pence. Le système a pu traverser sans encombre les crises de 1907-1908 et de 1914 au cours desquelles l'Inde eut une balance débitrice.

Une réforme analogue a été appliquée aux Philippines, dans les Détroits, au Siam, et les résultats obtenus dans ces pays ont été également très favorables.

CHAPITRE IV

LES CAISSES DE CONVERSION ARGENTINE ET BRÉSILIENNE

§ I. — *La réforme monétaire en Argentine*

Sauf de rares éclaircies au cours desquelles elle bénéficia d'une monnaie métallique, l'Argentine fut constamment soumise au régime du papier monnaie, conséquence des guerres civiles et étrangères qui dévastèrent le pays pendant de longues années.

De 1892 à 1899, le change argentin tendant à s'élever en raison de l'amélioration de la situation économique et de la réduction de la circulation fiduciaire, une campagne menée surtout par les exploitants agricoles se dessina, en vue de la consolidation officielle de la perte de la piastre papier par rapport à l'or.

Les protagonistes de cette consolidation faisaient valoir qu'une certaine adaptation de la vie économique à la dépréciation du papier monnaie avait eu lieu et qu'il fallait se garder de compromettre l'amélioration en cours en jetant, par des mesures de relèvement de la valeur du papier monnaie, les plus violentes perturbations dans les affaires.

Bien que cette campagne se fut heurtée aux objections des partisans de la hausse de la monnaie, elle n'en réussit pas moins.

En août 1899, le ministre Rosa fit voter la loi de conversion décidant que tous les billets ayant cours légal pourraient être convertis en monnaie d'or au change de 1 peso billet pour 44 centièmes de peso or, ce qui correspondait à 100 pesos or pour 227 pesos papier. La même loi édictait que tous les impôts et taxes pouvaient être acquittés en piastres or ou en piastres papier décomptées au change fixe.

La conversion des billets en or était garantie par une réserve métallique qui restait à constituer. Un bureau d'échange ou caisse de conversion fut créé qui devait délivrer à quiconque en faisait la demande :

- 1° Des billets ayant cours légal, en échange d'or;
- 2° De l'or en échange de billets. L'échange se faisait sur la base indiquée ci-dessus.

En dehors de ses fonctions de bureau d'échange, la Caisse de Conversion garantissait toute la circulation de papier existante et devait garantir également le papier qui serait émis en échange de l'or apporté par le public. Elle n'effectuait naturellement l'échange des billets contre de l'or que jusqu'à concurrence de ses disponibilités en métal jaune.

Les débuts de la Caisse furent plutôt difficiles, car ses ressources étaient maigres. Le fonds initial de la Caisse devait être constitué par une surtaxe de 5 % à l'importation, par les bénéfices de la Banque Nationale et l'aliénation de certaines propriétés de l'Etat.

En 1900, quand la Caisse de Conversion commença de fonctionner, la circulation fiduciaire s'élevait à 300 millions de pesos environ.

A partir de 1903, les remises d'or à la Caisse de Conversion furent plus importantes. La balance des comptes devint nettement créditrice en raison de l'amélioration de la situation économique du pays, de l'augmentation des exportations et de l'afflux des capitaux étrangers.

Les tableaux ci-après montrent quels furent les progrès réalisés par la Caisse de Conversion.

MOUVEMENTS DE LA CAISSE DE CONVERSION EN PIASTRES OR

	Entrées d'or	Sorties d'or
1899	1.463	
1900	18.396.986,60	18.298.449,60
1901	311,32	311,32
1902	21.046,49	18.183,05
1903	46.041.400,56	7.803.049,26
1904	22.183.540,85	10.083.049,26
1905	42.274.833,32	2.404.423,20
1906	28.234.151,60	15.655.186,11
1907	30.655.916,99	28.273.059,88
1908	34.216.023,56	12.608.171,11
1909	50.167.348,94	4.378.175,24
1910	33.989.596	20.515.108
1911	14.431.911	11.377.665
1912	39.457.536	5.630.634
1913	48.898.006,96	

CIRCULATION FIDUCIAIRE

	En piastres papier	Équivalent en piastres or	Dépôts d'or et fonds de conversion	Proportion % de l'or au papier
1901	407.681.073	179.379.672	55.552.179	30,9
1905	498.159.330	219.189.598	101.862.595	46,4
1906	526.747.832	231.766.714	119.539.757	51,5
1907	532.163.415	234.151.902	124.876.278	53,3
1908	581.268.618	255.758.192	151.721.724	59,3
1909	685.358.924	301.557.926	201.019.898	60,6
1910	715.982.756	315.032.413	215.994.386	68,5
1911	722.924.213	318.086.654	219.048.269	68,9
1912	799.803.534	351.913.555	252.875.531	71,8
1913	823.263.045	362.235.740	263.197.717	72,6

§ II. — *La réforme monétaire au Brésil*

Le Brésil, depuis 1820, est soumis au régime du papier monnaie. Le milreis, dont le pair est de 27 pence, a subi d'énormes fluctuations. En 1890, il était à 23 pence; en 1892, il ne valait plus que 10 pence et en 1898, il tombait à 5 pence.

Une Caisse de Conversion fut créée au Brésil par la loi du 6 décembre 1906, alors que le pays traversait une grave crise due à la mévente du café. Son but était identique à celui de la caisse argentine : empêcher le relèvement du milreis par rapport à l'or. Le taux d'échange fut fixé à 15 pence sur la base du change moyen des dernières années.

Il est d'ailleurs à noter que la loi n'établissait pas de dévaluation, c'est-à-dire de réduction de valeur de l'étalon monétaire. Elle fixait seulement le taux tem-

poraire auquel l'or et les billets seraient échangés. De plus, alors que la Caisse de Conversion argentine garantissait la totalité des billets en circulation, billets existant avant la création de la Caisse et billets émis par la Caisse contre un dépôt d'or, la Caisse de Conversion brésilienne garantit seulement la conversion des billets qu'elle aura émis contre un dépôt d'or. Le nombre des billets à émettre en échange d'or était limité : 320.000 contos ou 20 millions de livres.

Les billets existant avant le 6 décembre 1906 restent inconvertibles, mais on prévoit leur retrait partiel de la circulation.

Grâce à la prospérité du Brésil, et à une balance des comptes presque toujours favorable, le stock d'or de la Caisse de Conversion augmenta rapidement. Le 30 décembre 1910, le taux de conversion dut être élevé à 16 pence.

On remarquera que les Caisses de Conversion argentine et brésilienne disposaient, au début de leur fonctionnement, d'un fonds propre de conversion insignifiant. De sorte qu'elles ont tout d'abord joué plutôt le rôle de caisses d'émission, émettant des billets en échange de l'or qu'elles recevaient.

Les Caisses de Conversion argentine et brésilienne ont traversé assez bien la crise américaine de 1907-1908 qui fut relativement courte. Les récoltes abondantes de ces deux années permirent de fortes exportations qui contrebalancèrent les retraits d'or effectués par l'étranger pour faire face à la crise.

En 1914, et bien que le cours forcé eut été décrété, la Caisse de Conversion argentine supporta facilement l'épreuve de la guerre. L'Argentine bénéficia d'ailleurs puissamment de la situation créée par le conflit européen, car elle put faire dans les pays alliés des exportations considérables.

L'exportation de l'or ayant été interdite comme dans les autres pays, la Caisse de Conversion a cessé de délivrer de l'or, mais le taux d'échange n'a pas été modifié. La Caisse subsiste donc avec sa réserve d'or qui sert de couverture à toute la circulation. La prime sur l'or, qui a dépassé dans le courant de l'année 1924 15 %, atteignait, en janvier 1925, 3,2 %.

Par contre, la Caisse de Conversion brésilienne a eu un sort moins heureux. Elle a cessé de fonctionner dès le début de la guerre européenne; autrement, son stock métallique eut été épuisé rapidement par suite du profond déséquilibre de la balance des comptes. Une nouvelle tentative eut lieu en 1918, en vue de faire fonctionner la Caisse, mais n'eut aucun succès. La Caisse dut donc cesser de nouveau ses opérations. Le stock d'or qui lui restait a été déposé à la Banque du Brésil où il sert de couverture générale à la circulation fiduciaire.

Si l'on examine les résultats des caisses de conversion Sud Américaines, on voit qu'elles ont réussi à maintenir, jusqu'à la guerre, la stabilité du change aux environs de la parité légale et qu'elles ont régularisé la circulation monétaire intérieure. Ce n'est pas un mince résultat si l'on songe aux vicissitudes que connurent

ces pays tout le temps qu'ils furent soumis au régime du papier monnaie.

Il est cependant nécessaire d'insister sur le point suivant. Le succès et l'essor des caisses de conversion furent permis uniquement par des circonstances heureuses.

L'Argentine, le Brésil étaient, à cette époque, des pays encore jeunes, particulièrement favorisés sous le rapport des possibilités d'exportation (bétail, produits agricoles, café, blé). Ces possibilités furent encore accrues du fait d'une suite de bonnes récoltes. En outre, ces deux pays, qui étaient encore au début de leur mise en valeur, attirèrent par leur fertilité et leur avenir économique des capitaux étrangers considérables.

Tous les éléments étaient donc réunis pour donner une balance économique favorable, mais si une grave crise économique interne avait éclaté, les deux caisses de conversion auraient été contraintes de suspendre leurs opérations, car leur réserve d'or eût été insuffisante pour faire face au remboursement des billets.

CHAPITRE V

CRÉATION D'UN ORGANISME CENTRAL D'ACHAT ET DE VENTE DE DEVISES

Toute dévaluation de notre monnaie doit être accompagnée de la création d'un organisme central d'achat et de vente d'or (ou de devises).

On pourrait s'inspirer, à cet égard, des Caisses de Conversion argentine et brésilienne, mais la mise au point d'un pareil organisme susciterait des problèmes nombreux et délicats.

Devrait-on organiser une Caisse spéciale autonome ou charger la Banque de France de ces fonctions ? Si cette dernière assumait l'achat et la vente d'or, le stock métallique qui serait mis à sa disposition, en vue d'assurer la convertibilité du billet pour les besoins extérieurs, servirait-il également de couverture aux billets ?

Il semble qu'il y aurait peut-être intérêt à ce que le bureau d'échange fût confié à une caisse autonome dotée de ressources propres, et absolument indépendante du Gouvernement.

Devrait-on lier à la circulation fiduciaire et dans quelle mesure les entrées ou les sorties d'or résultant du fonctionnement du bureau d'échange ? Dans le sys-

tème des Caisses de Conversion argentine et brésilienne, le nombre des billets en circulation ne peut être augmenté que si un dépôt d'or est effectué dans les caisses, et il est réduit par le dépôt des billets dans les caisses en vue de leur échange contre de l'or. On a ainsi un régime de la circulation, d'une élasticité comparable à celle que l'on pouvait constater avant la guerre dans les pays monométallistes or.

Quant à l'importance du stock métallique nécessaire pour la dotation du bureau d'échange, il est impossible de déterminer par avance un montant fixe et invariable. La situation financière, la situation économique, la situation politique devraient être prises en considération.

Une autre question mérite d'être étudiée. Les pays à change déprécié pourraient être tentés d'effectuer la liquidation de leurs engagements par l'intermédiaire de notre bureau d'échange et d'utiliser ainsi notre réserve d'or. Il en résulterait, en cas de crise économique ou politique, certains dangers pour la sécurité du bureau d'échange. Toutes précautions utiles devraient donc être prises à cet égard.

Nous avons déterminé dans le précédent chapitre quelles étaient nos ressources de métal jaune. Ces ressources permettraient-elles d'assurer à tout moment la convertibilité du billet en or, pour les règlements que nous aurions à assumer à l'extérieur ?

En prenant comme exemple l'Angleterre qui, pour opérer ses règlements internationaux, ne possédait avant la guerre qu'un stock métallique assez réduit (40

millions de livres à la Banque d'Angleterre, soit un milliard de francs), on serait peut-être tenté de croire que la réserve d'or nécessaire à un pays pour assurer ses règlements extérieurs n'est pas considérable.

C'est peut-être vrai pour un pays qui, comme l'Angleterre, trouvait facilement, par suite de sa situation prédominante comme marché mondial des capitaux et de sa balance des comptes nettement favorable, les moyens de règlement nécessaires dans les opérations financières qui se nouaient et se dénouaient sans cesse sur la place de Londres. Mais, pour la France, la situation est tout autre.

La proportion empirique d'une réserve d'or égale au tiers des billets en circulation ne signifie rien, étant donné qu'il ne s'agit pas de la circulation intérieure du métal. On pourrait parfaitement concevoir une réserve d'or égale au quart, au sixième, au huitième de la circulation et qui serait suffisante. En réalité, on ne saurait fixer un chiffre déterminé et invariable à la réserve d'or permettant le fonctionnement du « gold exchange standard ». Si le public est confiant, la situation économique favorable, la balance des comptes créditrice, un stock métallique réduit pourra suffire. Dans le cas contraire, une réserve importante est indispensable.

CHAPITRE VI

DU TAUX DE LA DÉVALUATION

Voyons maintenant à quel taux pourrait être opérée une dévaluation éventuelle.

Disons tout de suite qu'il n'est pas de critérium absolu permettant de déterminer ce taux.

En Autriche, lors de la réforme de 1892, qui a remplacé par l'étalon or l'ancien système monétaire basé sur le florin d'argent, la Commission officielle nommée par le gouvernement avait envisagé, pour l'établissement du rapport devant servir de base à la dévaluation du florin, les hypothèses suivantes :

1°) Cours du florin au moment même de la dévaluation.

2° Cours moyen du florin pendant les dix années précédentes.

3° Pouvoir d'acquisition moyen du florin :

- a) Pendant quelques mois;
- b) Pendant quelques années;
- c) Pendant les 13 années de la suspension de la frappe.

On voit immédiatement que les solutions 2, 3b, 3c ne peuvent être appliquées au franc, tout au moins pour le moment. En effet, étant donné la dépréciation

constante subie par notre monnaie depuis 1914, le cours moyen du franc, ou son pouvoir d'acquisition pendant les quatre ou cinq dernières années donnerait un taux de dévaluation trop élevé pour être appliqué avec des chances de succès. De plus, le franc ayant été soumis, particulièrement en 1923 et 1924, à des mouvements de grande envergure provoqués par la spéculation étrangère, pourrait-on raisonnablement, dans l'établissement du taux de dévaluation, tenir compte des cours extrêmes qui ne correspondent à rien ?

Quant au procédé par lequel le taux de dévaluation serait déterminé par le cours du franc au moment même où interviendrait la dévaluation, il soumet à l'influence de la spéculation une condition essentielle de la réforme monétaire. Il est certain que si l'on se bornait à décréter, en juin 1925 par exemple, que « la dévaluation du franc s'effectuera sur la base du cours du franc sur les marchés extérieurs le 31 décembre 1925 » on assisterait dans le second semestre à des mouvements désordonnés de notre monnaie produits par des opérations spéculatives tendant à provoquer, selon l'avantage des intéressés, l'amélioration ou la dépréciation du franc.

En ce qui concerne la solution consistant à prendre comme taux de dévaluation le pouvoir d'acquisition du franc au cours des x derniers mois, les partisans de ce procédé font valoir qu'au demeurant ce pouvoir d'achat représente la valeur réelle intrinsèque de notre monnaie.

Le pouvoir d'achat à l'intérieur traduit-il la valeur réelle du franc ? Oui, disent certains, car une monnaie vaut exactement la quantité de marchandises qu'elle peut acheter. L'utilisation des nombres-indices s'impose donc. Mais de quels indices se servira-t-on ? Prendra-t-on les indices des prix de gros arrêtés par les services de la Statistique Générale de la France, les indices des prix de détail ou les indices du coût de la vie (indices de la Statistique Générale de la France ou indices des commissions régionales d'études sur le coût de la vie) ?

Ces trois séries d'indices peuvent servir de base pour l'établissement de la valeur du franc, mais pour chaque série, on trouvera une valeur différente. Entre ces différentes valeurs, quelle est la bonne ? De plus, quel que soit le soin apporté à leur établissement, ces calculs d'indices, surtout ceux relatifs au coût de la vie, sont forcément imparfaits et comportent des risques d'erreur. Enfin, si les indices nous fournissent des indications sur la courbe des prix, il ne faut pas perdre de vue que les prix subissent, en dehors de l'influence de la monnaie, l'action de divers autres facteurs (influence du change, conditions particulières de production pour chaque pays). Le niveau des prix intérieurs ne saurait donc à lui seul refléter exactement la valeur réelle du franc.

Le taux du change qui traduit la valeur d'échange du franc à l'extérieur, valeur essentiellement variable, ne saurait non plus représenter la valeur intrinsèque de notre monnaie. Autrement, il faudrait admettre

que cette valeur se modifie chaque jour. Or, ces fluctuations constatées dans les cours de notre devise sont dues principalement à des opérations spéculatives et ne correspondent souvent en rien aux modifications qui peuvent se produire dans la situation du pays.

La valeur du franc dépend de différents facteurs. Ce sont :

1° L'importance de la circulation fiduciaire réelle et prévue et le coefficient de vitesse de circulation des différents instruments de paiement;

2° La somme de pouvoir d'achat qu'il conviendra au public de conserver par devers lui sous forme de billets ou d'unités monétaires francs;

3° La situation de la balance de nos créances et de nos engagements extérieurs;

4° L'état des finances.

A ces facteurs matériels que nous venons d'énumérer, viennent s'ajouter des facteurs psychologiques dont l'importance est considérable. Nous voulons parler de la confiance qu'inspire aux étrangers et aux Français le crédit de l'Etat, ainsi que l'avenir économique et financier du pays.

Dans une étude parue dans *La Revue des Deux Mondes*, le 15 octobre 1924, M. Kulp, essayant de déterminer un taux de stabilisation raisonnable du franc, établit que ce taux doit être fonction de trois facteurs :

« 1° Quel est, calculé en valeur or, le montant en capital de la dette dont la France peut être grevée ?

« 2° Quelle est la charge budgétaire supportable en « valeur or ? »

« 3° Dans quelle proportion le billet à stabiliser « peut-il être couvert par des valeurs or ? » .

1° M. Kulp estime la fortune actuelle de la France, mobilière et immobilière, à 250 milliards de francs or. Cette estimation est basée sur l'évaluation d'avant-guerre de 300 milliards desquels il déduit 50 milliards pour tenir compte de l'appauvrissement résultant de la guerre.

Par contre, la dette intérieure en francs papier s'élève, dit-il, à..... 271 milliards

Il faut ajouter à ce chiffre le montant de notre dette extérieure commerciale, soit environ..... 20 »

On arrive au total de..... 291 milliards
ce qui représente en francs or, 78 milliards environ.

2° Le budget de la France s'élevait en 1914 à 5.191 millions sur lesquels 1.306 millions, soit 25 % environ, étaient consacrés au service de la dette publique.

Dans le budget de 1923 comportant 23.402 millions de dépenses, l'annuité de 12.008 millions affectée à la dette publique représente 51 % des dépenses. Les chiffres traduits en francs or montrent que l'annuité consacrée en 1923 à la dette publique correspond au triple de l'annuité d'avant-guerre. M. Kulp, procédant aux mêmes calculs pour l'Angleterre, l'Ita-

lie et la Belgique, arrive aux résultats que nous résumons dans le tableau ci-après :

Fortunes	Dette consolidée et dette flottante intérieure en dollars		Annuité nécessaire au service de la dette	
Royaume-Uni 73 milliards	32 milliards = 43 % de la fortune		1.575 millions	41 % des rec. budg.
Italie..... 22 »	4,3 »	19 1/2 % »	179 »	13 % »
Belgique 10 »	1,6 »	16 % »	69 »	41 % »
France..... 52 »	16 »	32 % »	660 »	51 % »

3° Le billet de banque est actuellement couvert par de l'or ou des valeurs or dans une proportion de 18 à 20 % environ. Si l'on réduit les 40 milliards de billets à leur valeur or, les billets se trouvent garantis, abstraction faite des avances de la Banque à l'Etat, par une couverture de 80 % (or ou valeur or) ce qui donne une proportion presque normale.

M. Kulp conclut ainsi :

« Nous pouvons donc répondre aux trois questions
« posées plus haut qu'il nous est impossible de sup-
« porter ni une dette en capital, ni une annuité, ni
« une circulation fiduciaire supérieure aux chiffres
« actuels, et ces chiffres ont pour corollaire le taux
« actuel de la prime sur l'or, environ 260 pour 100,
« c'est-à-dire le dollar à 18 francs, et la livre sterling
« à environ 80 francs. »

M. Kulp est partisan de la stabilisation en fait du franc aux environs des cours actuels. La dévaluation de l'unité monétaire opérée dans quelques années consacrerait cette stabilisation en droit.

Les considérations que nous venons de relater doivent entrer en ligne de compte lorsqu'on établit les bases d'une politique monétaire; M. Keynes les a d'ail-

leurs exposées à plusieurs reprises dans ses différents écrits. Cependant il faut admettre que les propositions de M. Kulp laissent latitude à une certaine appréciation. Il est très difficile de fixer à un chiffre précis, invariable, la proportion maximum pouvant exister entre la dette d'un pays et sa fortune nationale; de même il est peu aisé de déterminer la fraction maximum des recettes budgétaires que peut représenter l'annuité de la dette publique. Ces chiffres peuvent varier selon chaque pays, selon la nature des éléments composant la fortune et le revenu national, selon la compréhension par les contribuables de l'effort fiscal demandé au pays. On est peut-être trop enclin en France à dire que la limite de l'effort fiscal est atteinte. Il est exact que l'effort demandé au pays est considérable, mais la charge en paraît lourde surtout parce qu'elle est mal répartie et pèse particulièrement sur certaines catégories de contribuables.

Dans le projet de budget de 1925, les recettes prévues atteignent un total de 33 milliards environ, chiffre formidable, mais ces 33 milliards traduits en francs or correspondent à 9 milliards, soit un peu moins du double du budget d'avant-guerre. Il est à noter que la diminution du pouvoir d'achat de l'or entraîne, toutes choses égales d'ailleurs, un grossissement de la fortune et du revenu national de chaque pays, de sorte que la proportion des charges fiscales au revenu et à la fortune du pays est en réalité moins élevée qu'on pourrait le croire tout d'abord.

On aurait tort également, pour apprécier l'effort

demandé aux contribuables, de se reporter trop souvent à la période heureuse d'avant-guerre. Malheureusement, la situation n'est plus la même. Un fait a eu lieu : la guerre. Les charges qu'elle nous a léguées sont énormes, mais il nous faut les assumer, même au prix de grands sacrifices.

En réalité, bien que la valeur future du franc puisse être, dans une certaine mesure, ce qu'on voudra qu'elle soit, le taux de dévaluation, si une telle réforme intervient, doit se dégager des circonstances.

Il est évident que si la valeur nouvelle adoptée pour l'unité monétaire est élevée, les réserves d'or ou de devises étrangères, constituant le fonds de conversion, devront être considérables, étant donné la masse de papier monnaie en circulation.

Il ne faudrait pas essayer de relever le cours du change à un niveau ne correspondant pas à sa valeur réelle. Outre que cette opération absorberait de grosses quantités de devises étrangères, elle serait vouée à l'insuccès, car elle serait fatalement contrecarrée par les modifications apportées à nos échanges extérieurs du fait du relèvement de l'unité monétaire. Au taux choisi de dévaluation, doit correspondre avant tout un parfait équilibre de la balance des comptes.

M. Cassel recommande « comme première mesure à prendre par les Etats, l'abandon du contrôle des prix, des salaires et des changes. Le marché doit fixer la valeur de l'unité monétaire et pour cela il doit être libre ». Dans la situation particulière où se trouve placé notre pays, il ne saurait être question de revenir brusque-

ment au régime de pleine liberté économique. Le retour à la liberté comporterait de sérieux dangers et provoquerait certainement une très grande instabilité des prix.

Si le franc était de nouveau convertible en or, les prix intérieurs qui, évalués en or, sont actuellement inférieurs aux prix mondiaux, s'élèveraient à la parité de ces derniers. Il serait donc nécessaire de veiller à ce que le niveau des prix et des salaires au moment de la dévaluation fût en harmonie avec celui du change. Un réajustement des prix et des salaires après la réforme monétaire risquerait de nuire à son succès. Il faudrait peut-être en conséquence agir sur le change pour provoquer un relèvement de l'unité monétaire à l'extérieur ou bien amener un réajustement des salaires, car il est indispensable que les salariés puissent vivre du produit de leur travail. Ces interventions, d'une nature très délicate, devraient, si elles devenaient nécessaires, être minutieusement préparées par les pouvoirs publics.

CONCLUSIONS

Nous venons d'examiner sous tous ses aspects le problème de la dévaluation du franc.

Nous avons vu, pour le côté théorique, que les principaux arguments des partisans de cette réforme s'opposaient principalement à la déflation considérée comme une politique monétaire néfaste.

Ces arguments ont chacun une part de vérité. Si l'inflation est dangereuse, surtout par le bouleversement qu'elle provoque dans la répartition des richesses, la déflation offre de grands dangers pour la production. Mais les objections des adversaires de la déflation ne conservent leur pleine valeur que si elles s'appliquent à une déflation brutale et rapide. Or, les déflationnistes les plus ardents ont toujours préconisé une déflation lente, graduée. Certaines craintes manifestées, concernant les dangers de la déflation pour l'économie nationale, paraissent donc un peu exagérées. Ces dangers seraient redoutables dans le cas d'une hausse rapide du franc, mais ils seraient fort atténués avec une déflation mesurée.

Si l'on se place sur le seul terrain de la justice et de l'équité, les arguments en faveur de la déflation l'emportent de beaucoup sur ceux de ses adversaires.

Pour épargner aux débiteurs le préjudice résultant d'une revalorisation monétaire, on pourrait peut-être prescrire le remboursement de la valeur or des dettes contractées, valeur déterminée à l'aide d'une échelle de dépréciation. Il n'y aurait ainsi aucun enrichissement injuste.

Nous avons étudié également les conditions techniques à réunir pour assurer le succès d'une dévaluation de l'unité monétaire. Il faut, avant tout, que l'inflation soit radicalement endiguée. L'équilibre budgétaire sera bientôt atteint, mais l'existence d'une dette flottante et d'une dette à court terme constitue pour la Trésorerie un danger permanent qui peut s'affirmer à tout moment et risque de ne pouvoir se résoudre que par une émission de billets supplémentaires.

Quant à l'équilibre de la balance des comptes, il demeure quelque peu précaire. Les avoirs mobilisables en francs détenus par l'étranger représentent une menace continuelle pour notre change; cette menace pourrait se transformer en péril si une dévaluation intervenait avant qu'ils n'aient été résorbés ou tout au moins consolidés.

La question des dettes interalliées pèse également sur notre change étant donné l'incertitude où l'on est quant à leur règlement.

En ce qui concerne notre stock métallique, nous avons vu qu'il était insuffisant pour permettre la convertibilité de la nouvelle monnaie à l'intérieur; seule, la convertibilité pour les règlements extérieurs peut être envisagée. Les expériences monétaires d'Orient et

de l'Amérique du Sud prouvent qu'il est parfaitement possible de stabiliser une monnaie d'argent ou de papier par rapport à l'or, c'est-à-dire par rapport aux monnaies saines, si l'on dispose d'une réserve suffisante de métal jaune.

Pour ce qui est du taux de dévaluation, ce taux, quel qu'il soit, doit être marqué par un parfait équilibre des prix intérieurs et des prix extérieurs.

En réalité, la dévaluation ne doit pas être considérée comme une panacée, un remède susceptible par lui seul d'apporter la stabilité de la monnaie et d'améliorer de façon durable la situation économique et financière du pays.

Une telle réforme monétaire doit être la consécration d'une saine politique financière, la même exactement que celle nécessaire pour une déflation efficace.

Cette politique comporte : l'équilibre strict et durable du budget, équilibre assuré par un système fiscal souple et des impôts bien répartis ne paralysant pas les forces productives du pays, la consolidation de la dette flottante, la consolidation de la dette à court terme, l'amélioration de notre balance des comptes, la constitution d'une grosse réserve d'or ou de devises étrangères.

Ces mesures rendront aux Français la confiance dans la monnaie et permettront le retour à la libre exportation des capitaux. La dévaluation pourra alors être envisagée.

On ne saurait, croyons-nous, préconiser à priori la dévaluation plutôt que la déflation; la solution à don-

ner à la question est un problème essentiellement pratique. Les conditions techniques d'une dévaluation et d'une déflation efficace sont, en effet, les mêmes. Normalement, après une dépréciation continue de la monnaie, un rétablissement financier et monétaire doit aboutir à la déflation. Si la déflation, par sa continuité, risque de mettre en danger l'équilibre économique si laborieusement acquis, on doit se résigner à la dévaluation.

Il ne saurait être question actuellement d'une dévaluation, car dans les conditions présentes elle serait vouée à l'insuccès, mais l'instabilité monétaire est-elle sans remède? Une monnaie de papier ne peut être stabilisée tant qu'elle n'est pas reliée à l'or. Cependant, s'il est impossible de stabiliser une monnaie de papier inconvertible, on peut en régulariser le cours. En effet, certaines fluctuations des changes proviennent d'opérations spéculatives ou saisonnières. Une réserve de devises étrangères ou masse de manœuvre permet de pratiquer sur le marché des devises, des interventions qui éviteront les mouvements anormaux et excessifs des changes si préjudiciables à la vie économique du pays. Mais ces interventions doivent être faites à bon escient; il est nécessaire surtout qu'elles ne se produisent pas dans un but politique. Si une intervention était pratiquée alors que la balance des comptes est en déséquilibre durable, elle serait vouée à un échec et les ressources qui seraient fournies au marché du change risqueraient de combler le déficit.

Certains esprits, qu'arrêtent les objections faites

à la dévaluation au point de vue de l'équité, seraient assez enclins à rechercher une stabilisation temporaire par la création d'un organisme semblable aux Caisses de Conversion argentine et brésilienne et à assurer ensuite une revalorisation progressive du franc de façon à sauvegarder les intérêts des créanciers.

Cette solution est difficilement applicable. D'abord, la stabilisation du change est impossible présentement pour les raisons techniques que nous avons exposées. De plus, avec une baisse par échelons, l'organisme central perdrait au fur et à mesure de ses opérations, car il vendrait ses devises à un prix inférieur au prix d'achat.

En supposant qu'une stabilisation temporaire soit possible, la perspective d'une revalorisation progressive par échelons risque d'être vaine. La stabilisation une fois obtenue serait vraisemblablement consacrée par une dévaluation de droit. Si une dévaluation doit être pratiquée, elle devra être faite en une seule fois, car l'étalon monétaire est une chose à laquelle il faut toucher le moins possible.

Certains partisans de la dévaluation qui se rendent compte de l'impossibilité où l'on est d'appliquer immédiatement la dévaluation, voudraient cependant qu'elle fût décidée dès maintenant. Ils s'appuient sur le point suivant.

Les Etats Européens qui, depuis 1914, ont été soumis au régime du papier monnaie inconvertible, reviennent ou sont sur le point de revenir à l'étalon d'or,

les uns comme la Grande-Bretagne, la Suède, la Norvège, la Hollande, la Suisse, grâce à une politique de redressement financier et monétaire, les autres, comme l'Allemagne, l'Autriche, la Pologne, à la suite d'une faillite plus ou moins complète. Parmi les grandes nations, seules la France et l'Italie vont rester soumises au cours forcé. N'y a-t-il pas là pour les deux nations latines un motif d'infériorité dans le domaine du commerce international et ne doit-on pas s'attacher à faire disparaître cette infériorité le plus rapidement possible ?

Si les idées de dévaluation ont été discutées dans les milieux d'économistes, les pouvoirs publics se sont refusés jusqu'à présent à envisager la possibilité d'une telle réforme. M. Clémentel, ministre des Finances, s'est exprimé ainsi dans les Conclusions de son « Inventaire » : « Après avoir repoussé comme un crime « contre la Patrie toute tentative d'inflation, nous « écarterons avec la même fermeté toute opération qui « se proposerait la dévalorisation du franc. Nous estimons manquer ainsi à la parole que nous avons « engagée à l'égard des porteurs de nos fonds et nous « sommes certains que le coup brutal qui serait porté « à la loyale exécution des contrats entraînerait la secousse la plus grave dans notre économie nationale. »

En vérité, le problème monétaire en France est dans une grande mesure celui de la liquidation des charges laissées par la guerre.

La France, dans un élan généreux, a pris en 1919 l'engagement de réparer les dommages de guerre sans attendre les paiements de l'Allemagne, mais cet engagement était basé sur le remboursement par l'Allemagne des dépenses effectuées. La restauration des régions dévastées était pour le pays un devoir sacré, mais un contrôle sévère des indemnités accordées et des travaux exécutés aurait dû être établi, car il semble bien que la restauration n'a pas toujours été effectuée avec le souci d'économie qu'on eût pu souhaiter.

Lorsque la carence allemande s'est affirmée, peut-être aurait-on pu également s'efforcer d'obtenir à l'étranger une partie des ressources nécessaires pour poursuivre l'œuvre de reconstitution? La réparation des ruines d'une guerre aussi longue et aussi coûteuse ne pouvait s'effectuer en quelques années au moyen des seules ressources normales du pays. Sous un régime de papier monnaie inconvertible compliqué d'une politique d'emprunts à court terme, une dépréciation monétaire devait fatalement intervenir. Il eut fallu répartir cet effort dans l'espace et dans le temps. Autrement dit, il fallait obtenir à l'extérieur une partie des capitaux nécessaires à la reconstruction et échelonner, tant en France qu'à l'étranger, le remboursement des emprunts sur une longue période.

La politique financière suivie par la France depuis le début de la guerre a abouti dans ses résultats à un gigantesque prélèvement sur une partie du capital national, prélèvement invisible mais accepté volontairement par les assujettis. On a pu croire que c'était là

une mesure temporaire, mais si une dévaluation était opérée à un taux voisin des cours actuels du franc, le prélèvement deviendrait définitif.

Le problème qui s'est posé au pays pendant et après la guerre était difficile à résoudre. Les dépenses effectuées, les ravages commis, ont dépassé en importance tout ce que l'on avait vu jusqu'à présent dans l'histoire. Pour soutenir une guerre sans précédent, il a donc fallu employer des moyens nouveaux.

Les charges de la guerre ont été, pour la plus grande partie, supportées jusqu'à présent par les porteurs de fonds publics. De plus, conséquence très grave, comme les obligations entre les particuliers, se résolvant par une prestation d'argent, sont exprimées en une monnaie dont la valeur est liée aux besoins financiers de l'État, une classe de la nation s'est enrichie, par le fait du Prince, au détriment d'une autre classe.

On dira peut-être que ces victimes de la guerre furent désignées par le hasard et que rien n'y peut remédier. On prétendra, pour justifier l'allègement de la dette publique résultant de l'affaiblissement de la monnaie et le transfert de biens d'une classe à l'autre, que ce sont là des accidents de la vie économique d'un peuple, que l'histoire de tous les pays est une suite de ces phénomènes et que nous n'assistons qu'à une répétition des événements passés.

Les maux dûs à une mauvaise circulation monétaire ont été fréquents dans l'histoire des peuples. Nicole Oresme, précepteur de Charles V, et plus tard Copernic, ont dénoncé avec vigueur ce fléau et ont posé les

principes fondamentaux sur lesquels doit s'appuyer un régime monétaire parfaitement sain.

M. d'Avenel a montré dans ses ouvrages les vicissitudes traversées par la fortune mobilière et son amputation progressive sous l'action de trois facteurs adverses: la diminution du pouvoir d'achat de l'argent, l'avilissement de la livre monnaie et la baisse du taux de l'intérêt. Deux forces principales ont contribué à la dépréciation de la monnaie au cours des siècles, les besoins financiers des Etats et la suprématie de l'influence politique des débiteurs sur celle des créanciers (1).

Il est juste de reconnaître que ce ne sont pas les rentiers seuls qui ont fait les frais du gigantesque prélèvement sur le capital accompli au cours des dix dernières années. L'incidence de ce prélèvement s'est répercutée sur toutes les catégories sociales, mais il faut avouer que l'incidence a été singulièrement inégale. Il y aurait là un vaste champ d'études pour le statisticien ou l'économiste qui essaierait de traduire en chiffres la part prise approximativement par les différentes catégories sociales aux charges financières de la guerre; mais c'est, hélas, une tâche impossible.

D'aucuns prétendent que si les charges de la guerre sont supportées par la classe des rentiers, il est bon qu'il en soit ainsi car les producteurs sur qui repose l'avenir économique du pays doivent être ménagés.

(1) Voir J. M. Keynes. *A tract on monetary reform.*

Mais est-il juste qu'une branche de capitaux déterminés supporte seule le gros poids de la liquidation et que les porteurs de rente, qui dans une pensée patriotique et de solidarité ont répondu aux appels du pays, soient les principaux sacrifiés?

Certains se réjouissent aussi de l'allègement apporté au passif des entreprises par la dépréciation monétaire; ils y voient un gage de la prospérité économique à l'avenir. Il est exact que l'amortissement progressif des installations constitue, dans les conditions actuelles de concurrence internationale, un facteur de première importance pour la grande industrie; mais il ne faut pas que cet amortissement s'effectue par une spoliation des créanciers.

On dit très souvent que le rentier vit en parasite sur la production nationale, sans y apporter aucune contribution. Cette remarque était peut-être juste au siècle dernier, mais maintenant il n'en est plus ainsi. Le rentier, en tant qu'individu subsistant exclusivement sans aucun travail du revenu fourni par des valeurs à revenu fixe, est devenu rare. Presque toujours, la qualité de rentier est cumulée avec celle de salarié, ou bien celle d'entrepreneur. Sans entamer un éloge excessif du rentier, il faut reconnaître qu'il a largement contribué par ses capitaux à la constitution de l'outillage national et à la mise en valeur des richesses du pays, mais ce concours a été permis seulement par une croyance absolue dans l'immutabilité de la monnaie.

On parle beaucoup en ce moment d'assainissement financier. Les idées les plus audacieuses, les plus sau-

grenues aussi sont mises en avant; des projets hardis, révolutionnaires sont lancés, se proposant l'allègement de la dette publique.

Il faut se méfier en pareille matière des solutions hasardeuses et irréfléchies. Le meilleur moyen qui ait été trouvé jusqu'à présent de liquider honnêtement une dette c'est de la payer. Ecartons les combinaisons plus ou moins complexes qui, sous des apparences séduisantes, aboutiraient, en fait, à demander des sacrifices à une seule catégorie de citoyens. Et qu'on y prenne garde, de telles mesures peuvent comporter quelques avantages immédiats pour l'Etat, mais ces avantages risquent d'être éphémères. De nouveaux efforts fiscaux, si pénible que soit le sacrifice demandé aux contribuables, sont préférables à la banqueroute même déguisée.

La nation doit regarder en face le problème et pour cela les gouvernants doivent faire preuve de la sincérité la plus complète pour tout ce qui concerne les finances publiques. Il faut qu'on se rende bien compte que l'assainissement sera long, très long, et qu'il ne peut être assuré que par l'effort volontaire, opiniâtre de tous les Français sans exception. Il faut aussi se pénétrer de cette idée que les fortunes privées sont solidaires du crédit de l'Etat et que les particuliers, en travaillant au rétablissement financier du pays, consolident leurs avoirs.

C'est seulement lorsqu'un plan général d'assainissement financier sera en voie d'exécution qu'on pourra songer à une réforme monétaire.

Les gouvernants qui auront la responsabilité de cette réforme devront s'efforcer d'en prévoir toutes les conséquences même lointaines pour le pays. Souhaitons que la solution adoptée rende supportable le présent, mais ménage l'avenir.

Mars 1925.

Vu et permis d'imprimer :
Le Recteur de l'Académie de Paris.

P. APPELL.

Vu : Le Doyen,
H. BERTHÉLEMY.

Vu : Le Président de la Thèse,
GERMAIN-MARTIN.

BIBLIOGRAPHIE

- ALLIX (Edgar). — **Traité élémentaire de Science des Finances et de Législation Financière Française.**
- ANSIAUX (Maurice). — **Principes de la politique régulatrice des changes.**
Régimes et circulations monétaires d'après guerre.
- ARTHUYS (Jacques). — **Le problème de la monnaie.**
Comment éviter la banqueroute.
- ARNAUNÉ (Auguste). — **La monnaie, le crédit et le change.**
- AUPETIT (Albert). — **Théorie de la monnaie** (thèse).
- D'AVENEL. — **Histoire Economique de la propriété, des salaires, des denrées et des prix depuis l'an 1200 jusqu'en l'an 1800.**
- BABELON (Ernest). — **Les origines de la monnaie.**
- BAMBERGER. — **Le métal argent à la fin du XIX^e siècle** (traduction française).
- BARRAULT. — **Les théories anti-quantitatives de la monnaie** (Revue d'histoire des doctrines économiques 1910).
- BODIN. — **Traité de la République.**
- BONNET (George-Edgard). — **La politique monétaire d'après guerre.**
- BOURGUIN (Maurice). — **La mesure de la valeur et la monnaie.**
- CASSEL (Gustave). — **Les problèmes monétaires du monde. Deux mémoires à la Société des Nations.**
La monnaie et le change après 1914.
- CAUWES (Paul). — **Cours d'Economie Politique** (4 volumes).
- CERNUSCHI (Henri). — **L'anatomie de la monnaie.**
- CHEVALIER (Michel). — **La monnaie et ses dérivés.**
- COLSON (Clément). — **Cours d'Economie Politique** (six volumes).
- CONANT (Charles). — **Monnaie et banque.**
- CONDILLAC. — **Le commerce dans ses rapports avec le gouvernement.**

- COPERNIC (Nicolas). — **Monete cudende ratio.**
- CORRÉARD (J.). — **Des Finances modernes pour vivre.**
- COURCELLE-SENEUIL (J.-C.). — **Les opérations de banque.**
- COURNOT. — **Recherches sur les principes mathématiques de la théorie des richesses.**
- DECAMPS (Jules). — **Les changes étrangers.**
- DELAVELLE (Emile). — **La comptabilité en francs or.**
- DELMAR (Alexandre). — **Les systèmes monétaires.**
- DUMOULIN. — **Traité des « mutatione monetarum ».**
- FISHER (Irving). — **Stabilizing the dollar.**
- DE FOVILLE. — **La monnaie.**
- NOEL (Gaston). — **Les variations du change et leur influence sur les contrats particuliers** (thèse).
- GIDE (Charles). — **Cours d'Economie Politique** (2 volumes).
- GIDE et RIST. — **Histoire des Doctrines Economiques.**
- GONNARD (René). — **Histoire des Doctrines Economiques.**
- GOSCHEN (George J.). — **Théorie des changes étrangers.**
- GRIMAUDET. — **Traité des monnoyes.**
- GUYOT (Yves). — **Inflation et déflation.**
Les problèmes de la déflation.
- HAVY (Pierre). — **Le contrat de prêt et la baisse du franc** (thèse 1923).
- HAUPT (Th.). — **Histoire monétaire de notre temps.**
- HAWTREY (R. G.). — **Currency credit.**
Monetary reconstruction.
- ICARD. — **Un nouveau régime monétaire, le gold exchange standard** (thèse).
- JEVONS (Stanley). — **La monnaie et le mécanisme de l'échange.**
- KEYNES (John Maynard). — **The economic consequences of the peace**
a revision of the treaty
a tract on monetary reform.
- JÉZE (Gaston). — **Cours de Science des Finances et de Législation Financière Française.**
- LALLEMAND (Charles). — **La crise monétaire et son remède.**
- LANDRY (Ad.). — **Essai économique sur les mutations des monnaies dans l'ancienne France.**
Manuel d'Economie.

- LENORMANT (François). — **La monnaie dans l'antiquité.**
- LEROY-BEAULIEU (Paul). — **Traité de Science des Finances, Traité d'Economie Politique.**
- LEVASSEUR. — **Les prix.**
- LYON-CAEN et RENAULT. — **Traité de Droit Commercial.**
- MARION (Marcel). — **Histoire Financière de la France.**
- MARTIN (Germain). — **Les problèmes du crédit en France. Les finances publiques de la France et la fortune privée.**
- MASSON-FORESTIER. — **Les caisses de conversion en Argentine et au Brésil (thèse).**
- MILL (John Stuart). — **Principes, d'économie politique avec quelques-unes de leurs applications à la philosophie sociale.**
- MONTCHRÉTIEN (Antoine). — **L'Economie Politique.**
- MONGIN (Marcel). — **La monnaie et la mesure des valeurs dans la Revue d'Economie Politique (1887 et 1897).**
- MOMMSEN. — **Histoire de la monnaie romaine.**
- MONTESQUIEU (Charles-Louis). — **De l'esprit des lois.**
- NOGARO (Bertrand). — **Le rôle de la monnaie dans le commerce International et la théorie quantitative (thèse). Traité d'Economie Politique. Réparations, dettes interalliées, restauration monétaire. La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains.**
- PALLAIN. — **Les changes étrangers et les prix (thèse).**
- ORESME (Nicole). — **Traicté de la première invention des monnaies.**
- PERREAU (Camille). — **Cours d'Economie Politique (2 volumes).**
- PICARD (Roger). — **Les mutations des monnaies et la doctrine économique en France du XVI^e siècle à la Révolution (Revue d'histoire des Doctrines Economiques, 1912).**
- QUESNOT (L.). — **Administration financière. Questions monétaires contemporaines** par MM. ALGLAVE, BROCARD, COHEN, DOLLEANS, FOCHIER, LAFARGE, LYON, PAULTRE, POLIER et RAYNAUD.
- RIST (Charles). — **La déflation en pratique.**
- SAY (Léon). — **Les finances de la France.**
- SHAW (Bernard). — **Histoire de la monnaie.**

SMITH (Adam). — **Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations.**

STOURM (René). — **Les finances de l'ancien régime et de la Révolution.**

SUBERCASEAUX. — **Le papier monnaie.**

THERY (René). — **Rapports des changes avariés et des règlements extérieurs** (thèse).

WAGNER (A.). — **Traité de la Science des Finances.**

WALRAS. — **Théorie de la monnaie.**

WHITERS (Hartley). — **Qu'est-ce que la monnaie ?**

WOLOWSKI. — **L'or et l'argent.**

Collection du rapport annuel de l'Administration des monnaies et des médailles.

Conférence financière Internationale de Bruxelles (1920). Documents officiels.

Semaine de la Monnaie.

La politique financière et monétaire de la France (Rapports, travaux et comptes rendus, vœux et résolutions de la Semaine de la monnaie, 6-11 Juin 1922).

Rapports du Comité des Experts (1924).

Economic Journal.

Economist.

L'Economiste européen.

L'Economiste français.

Quarterly Journal of Economics.

Revue des Economistes.

Revue d'Economie Politique.

Revue Economique Internationale.

Revue de Science et de Législation financière.

Revue de Statistique.

Statist.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	Pages 7
----------------------	------------

PREMIERE PARTIE

LE PROBLÈME MONÉTAIRE EN FRANCE

TITRE PREMIER

L'inflation

CHAPITRE PREMIER. — Le Déséquilibre Economique provoqué dans le monde par la guerre de 1914.. .. .	13
CHAPITRE II. — La Politique monétaire de la France depuis 1914	23
CHAPITRE III. — Les Conséquences de la politique inflationniste en France.. .. .	31
§ 1 ^{er} . — Conséquences de l'Inflation sur la répartition des richesses	31
§ 2. — Conséquences de l'Inflation sur la production.. ..	36
§ 3 — Conséquences de l'Inflation sur la consommation..	41
§ 4. — Conséquences financières de l'Inflation	42
§ 5. — Conséquences sociales et morales de l'Inflation ..	45

TITRE II

Stabilisation monétaire, Déflation ou dévaluation

CHAPITRE PREMIER. — Des moyens d'obtenir la stabilisation monétaire	51
CHAPITRE II. — La Déflation et ses avantages	54
§ 1. — Des différentes sortes de Déflation	54
§ 2. — Les avantages de la Déflation et les critiques de M. J.-M. Keynes	58
CHAPITRE III. — Les arguments des adversaires de la Déflation	61
CHAPITRE IV. — La Convention du 29 Décembre 1920.. .. .	79
CHAPITRE V. — La Déflation en pratique	88
CHAPITRE VI. — Rapports de la circulation, des changes, et des prix	93
CHAPITRE VII. — Stabilisation par rapport à l'or ou par rapport aux prix	103
CHAPITRE VIII. — La Dévaluation.. .. .	109

256 LE PROBLÈME DE LA DÉVALUATION DU FRANC

CHAPITRE IX. — La Dévaluation et la valorisation des créances	117
CHAPITRE X. — La question du franc-or	121
CHAPITRE XI. — La Dévaluation dans le monde	129
§ 1. — Le Plan de M. J.-M. Keynes	129
§ 2. — La Dévaluation à la Conférence de Gènes.. .. .	134

DEUXIEME PARTIE

LA DÉVALUATION EN PRATIQUE
LES PROBLÈMES TECHNIQUES QU'ELLE SOULÈVE

TITRE PREMIER

Les conditions nécessaires au succès de la Dévaluation

CHAPITRE PREMIER. — Le Système Monétaire de la France..	137
CHAPITRE II. — Les conditions techniques nécessaires au succès de la Dévaluation	142
CHAPITRE III. — L'Equilibre budgétaire	145
CHAPITRE IV. — La Dette flottante	156
CHAPITRE V. — La Balance des Comptes	162
CHAPITRE VI. — Les avoirs en francs détenus par l'étranger et la balance des comptes	181
CHAPITRE VII. — Des Réparations.. .. .	185
CHAPITRE VIII. — Des Dettes interalliées	191

TITRE II

Convertibilité entière ou système du Gold Exchange Standard

CHAPITRE PREMIER. — Les réserves d'or dans le monde.. ..	199
CHAPITRE II. — La convertibilité du billet pour les transactions intérieures est-elle possible ?	204
CHAPITRE III. — Le Système du Gold Exchange Standard, La réforme monétaire de l'Inde	213
§ 1. — Le Gold Exchange Standard	213
§ 2. — La réforme monétaire Indienne	216
CHAPITRE IV. — Les Caisses de Conversion argentine et brési- lienne	220
§ 1. — La réforme monétaire en Argentine	220
§ 2. — La réforme monétaire au Brésil	223
CHAPITRE V. — Création d'un Organisme central d'achat et de vente de devises.. .. .	227
CHAPITRE VI. — Du taux de la Dévaluation	230
CONCLUSIONS.. .. .	239

